

新兴网安龙头企业，产品业务布局广泛

投资要点

- **创新产品接力高速增长，新赛道优势凸显。**公司2020年积极布局零信任身份安全、代码开发安全、工业互联网安全、智能网联车安全、大数据安全隐私保护及安全教育等多个创新赛道，实现近60%的营业收入占比的同时实现60%以上的同比增长率，其中零信任产品营收增长超300%。未来创新产品有望搭档网络安全服务业务成为公司绝对增长主力。
- **网络安全服务增长保证持续营收，产品服务联动效益增添用户粘度。**2020年，SaaS的智能安全防护和分析情报整体收入超过8000万，同比增长率超过50%。订阅式服务将随着公司产品的存量市场的不断扩大在未来产生持续性的收入。2020年网络安全服务营收增长达76%，服务的高速增长将有效增添用户粘性，直接带动产品增长。
- **受益政策刚需，下行市场需求放量进行时。**过去网络安全以优先满足党政军需求为核心，以涉及民生的重点基础行业，如能源、金融、医疗、卫生、运营商为重点扩展保障对象。但随着国内的数据安全和隐私保护政策及立法的快速推进，为保证系统安全一致性，网络安全产品与服务的需求在以央企为代表的大型企业客户中从上而下传导，公司有望从存量用户的下沉覆盖中受益。
- **新式投研发平台投入使用，组件化研发助力效率提升。**“川陀”、“大禹”、“玄机”、“千星”四大投研发平台投入使用，以八大网络安全研发平台为基础核心组件，再配合少量定制化特殊组件，有望实现快速研发满足客户定制化需求的网络安全产品和解决方案，安全产品的研发周期将明显缩短。
- **多项领域成果获国际认可，多赛道龙头地位企稳。**公司在终端安全、安全管理平台、安全服务等数个领域多次受权威第三方IDC及赛迪认可，反病毒引擎“天擎”、服务器虚拟化安全管理等产品在国际测评中取得优异成绩，传统防火墙产品通过中国移动硬件防火墙集采测试，成为唯一入围中国移动2020-2021年防火墙集采的专业网络安全厂商。多项成就印证了公司在多赛道的龙头地位。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2021-2023年EPS分别为-0.10元、0.53元、1.27元。考虑到政策不断推进网安行业发展，公司积极布局多个新型网安应用场景，且与下游大客户深度绑定，未来公司新场景网安产品服务业务将迎来爆发式的增长，给予公司2021年18倍PS，对应目标市值1076亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**政策风险、下游客户预算收紧风险、订单增速不及预期的风险等。

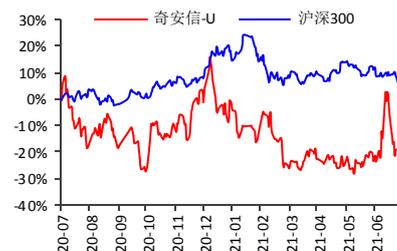
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4161.17	5978.11	8875.76	13404.99
增长率	31.93%	43.66%	48.47%	51.03%
归属母公司净利润(百万元)	-334.37	-65.12	361.01	861.60
增长率	32.44%	80.52%	654.36%	138.67%
每股收益EPS(元)	-0.49	-0.10	0.53	1.27
净资产收益率ROE	-3.40%	-0.73%	3.70%	8.15%
PE	-197	-1010	182	76
PB	6.57	6.93	6.36	5.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn
联系人: 叶泽佑
电话: 021-58351932
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	6.80
流通A股(亿股)	4.56
52周内股价区间(元)	84.52-142.66
总市值(亿元)	656.00
总资产(亿元)	126.88
每股净资产(元)	-0.79

相关研究

目 录

1 公司为网络安全新巨头	1
1.1 产品种类丰富，政府为最主要客户.....	1
1.2 股权集中，奇安信成为网络安全“国家队”.....	4
1.3 持续高研发投入，奇安信业绩稳步攀升.....	5
2 行业分析	8
2.1 网络空间安全的新技术、新产业、新业态、新模式.....	8
2.2 网络安全行业快速扩张，国内厂商占据大量市场份额.....	13
3 公司分析 - 两大核心竞争力铸就不可替代性	16
3.1 沉潜修炼，布局网安新场景，瞄准产品服务新赛道.....	16
3.2 厚积薄发，引领网安新赛道，融合新技术提供网安产品.....	23
4 盈利预测与估值	28
4.1 盈利预测.....	28
4.2 相对估值.....	29
5 风险提示	30

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司产品体系架构.....	2
图 3: 公司近 5 年主营业务收入.....	3
图 4: 公司近 3 年主营业务收入占比.....	3
图 5: 公司近 3 年主营业务毛利占比.....	3
图 6: 公司股权结构.....	4
图 7: 公司一级子公司结构.....	5
图 8: 公司营业总收入.....	5
图 9: 公司归母净利润.....	5
图 10: 三项费率.....	6
图 11: 毛利率、净利率.....	6
图 12: 公司研发费用情况.....	6
图 13: 公司研发人员情况.....	6
图 14: 网络安全发展阶段.....	9
图 15: 中国网络安全行业发展过程.....	9
图 16: 中国网络安全产业链分析.....	10
图 17: 网络安全行业波特五力分析图.....	12
图 18: 全球信息安全市场规模和增长率.....	13
图 19: 2018 年全球网络安全市场分布.....	13
图 20: 2018 年全球网络安全市场产品结构占比.....	14
图 21: 中国网络信息安全市场规模与增长.....	14
图 22: 中国网络安全市场结构.....	14
图 23: 中国大数据安全市场规模与增长.....	15
图 24: 中国云安全市场规模与增长.....	15
图 25: 中国物联网安全市场规模与增长.....	15
图 26: 中国工业互联网安全市场规模与增长.....	15
图 27: 奇安信八大研发创新平台.....	17
图 28: 中国工业互联网信息安全市场规模及增长.....	18
图 29: 2020 年中国安全分析和情报市场份额.....	19
图 30: 奇安信工业安全管理与分析系统.....	19
图 31: 奇安信 IMAS 部署方式.....	20
图 32: 2020 年渠道销售生态体系.....	22
图 33: 2020 年渠道销售生态架构.....	22
图 34: 公司渠道销售与直销营收/亿元.....	23
图 35: 2019 年网络安全主要厂商营业总收入/亿元.....	23
图 36: 奇安信天擎一体化终端管理系统产品概述.....	24
图 37: 天擎一体化终端管理系统销售额及增长率.....	24
图 38: 2019 年中国终端安全软件市场份额.....	24
图 39: 中国终端安全检测与响应市场研究.....	24

图 40: 态势感知与安全运营平台	25
图 41: 态势感知与安全运营平台架构	25
图 42: 态势感知与安全运营平台架构销售额及增长率	25
图 43: 2019 年中国安全管理平台市场份额	25
图 44: 态势感知能力点矩阵	26
图 45: 云安全产品管理平台销售额及增长率	26
图 46: 2019 年中国安全资源池厂商市场份额	26
图 47: 云安全产品管理平台架构图	27
图 48: 零信任身份安全解决方案	28
图 49: 零信任产品市场份额	28

表 目 录

表 1: 公司产品主要客户群体	3
表 2: 核心人员重要科研成果及获奖情况(前 10 名)	7
表 3: 公司市场份额	8
表 4: 网络安全行业进入壁垒	11
表 5: 网络安全行业政策指导文件	12
表 6: 部分国内网络安全行业企业基本概况	16
表 7: 八大研发平台详细介绍	17
表 8: 奇安信近期工控领域部分招投标项目	20
表 9: 奇安信工控安全领域部分对外投资	21
表 10: 分业务收入及毛利率	29
表 11: 可比公司估值	30
附表: 财务预测与估值	31

1 公司为网络安全新巨头

奇安信公司为中国最大的网络安全公司之一。其注册于 2014 年，起初为 360 控股的子公司，为 360 品牌下的企业安全业务运营主体，其实际控制人为原奇虎 360 总裁齐向东。2016 年，奇虎 360 完成私有化，齐向东与周鸿祎签署了《框架协议》，协议规定奇安信将从 360 分拆，其业务经营主体为 2B 安全业务。同年，齐向东通过与安源创志及相关方签署了增资协议向奇安信增资，成为了奇安信的实际控制人。2019 年奇安信与 360 正式分拆，更名为奇安信集团。该公司于次年登录科创板，推出了新一代网络安全框架。该公司专注为政府、金融、企业等组织提供新一代企业级网络安全技术、产品及服务。其业务拓展广泛且迅速，除中国外，目前为止已在印度尼西亚、新加坡、加拿大、中国香港等多个国家和地区开展了网络安全服务。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

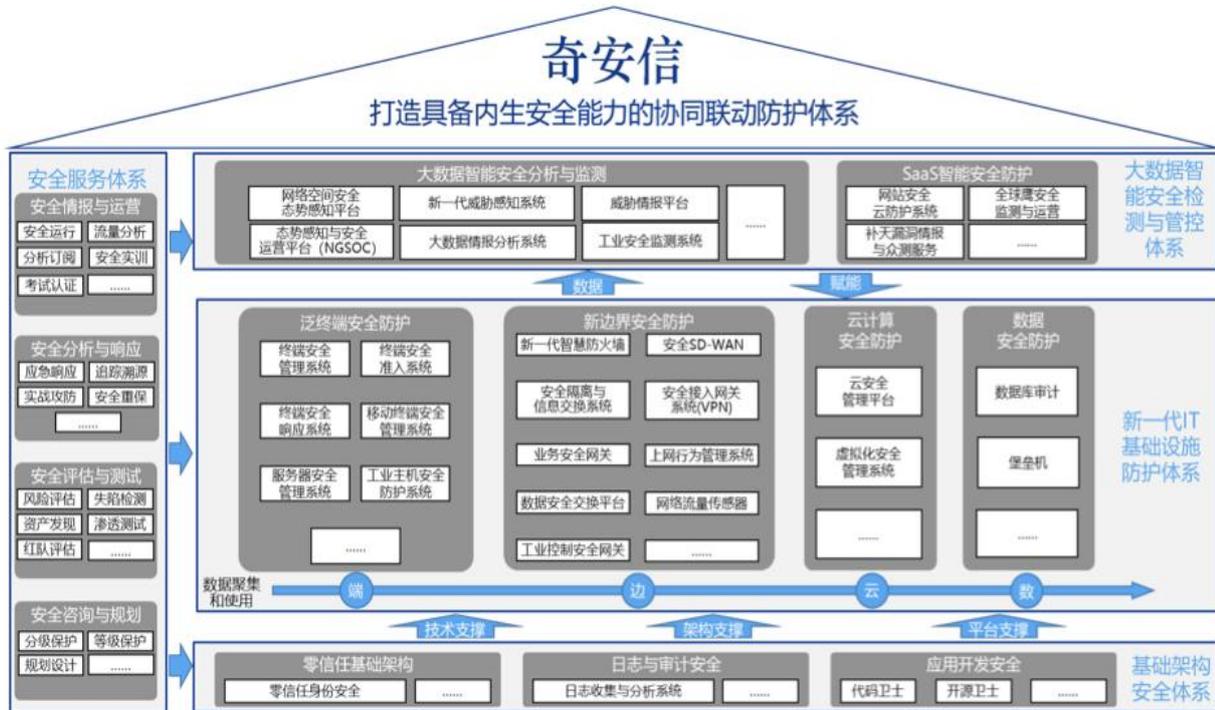
1.1 产品种类丰富，政府为最主要客户

奇安信专注于网络空间安全市场，持续的创新研发和以实战攻防为核心的意识成为了该公司的核心竞争力。该公司以“数据驱动安全”为技术理念，以“内生安全”为思想，针对新技术如云计算、5G，为政府和企业提供新一代全面有效的网络安全解决方案。该公司旨在打造具有内生安全能力的协同联动高安全系数防护体系。

具体来说，基础架构体系中的零信任基础架构、日志与审计安全、应用开发安全产品分别为新一代 IT 基础设施防护体系产品提供技术、架构、平台支撑服务，确保新一代基础设施防护体系产品的正常数据聚集和使用。另一方面，新一代 IT 基础设施防护体系产品主要可为客户提供泛终端安全保护、新边界安全防护、云计算安全防护及数据安全防护。其主要产品确保了各个信息化与业务系统之间的大数据流转，为大数据智能安全检测与管控体系产品提供数据分享与支持迭代服务。大数据智能安全分析与监测，SaaS 智能安全防护为企业用户

提供检测、感知、分析、响应等指挥和决策支撑，并协同赋能新一代 IT 基础设施防护体系。除此之外，奇安信协同防护体系所包含的安全服务体系为其他产品提供安全情报、安全分析、安全评估及安全规划，从而确保整个协同联动防护安全体系产品的高安全性。

图 2：公司产品体系架构

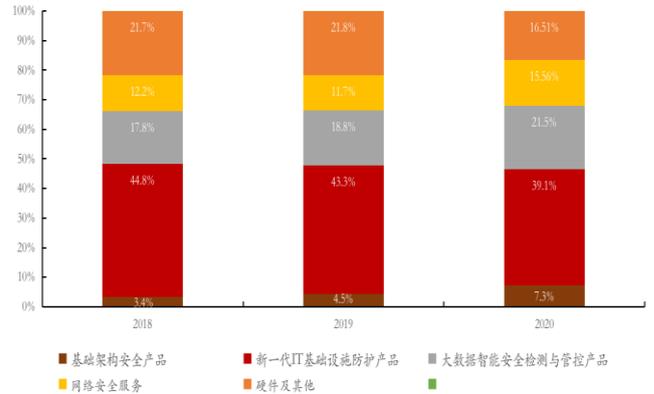


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

主营业务收入呈增长趋势，新一代 IT 基础设施防护产品为最大业务收入和最大毛利占比产品。公司主营业务收入从 2017 年的 8.2 亿增长至 2020 年的 41.6 亿，复合增长率达 71% 以上。具体来说，公司主营业务由网络安全产品、网络安全服务以及硬件及其他三大模块构成。其中网络安全产品又由基础架构安全产品、新一代 IT 基础设施防护产品、大数据智能安全检测与管控产品构成。通过对比公司近三年主营业务收入占比可以得知，奇安信公司收入占比最高的部分为网络安全产品，2017 年至 2020 年分别占比 87.1%、86.8%、85.8%、82.3%。其中，2020 年基础架构安全产品、新一代 IT 基础设施防护产品、大数据智能安全检测与管控产品分别带来 3.0 亿元、16.3 亿元、8.9 亿元的收入，占主营业务收入比例分别为 7.3%、39.1%、21.5%。2020 年网络安全产品、网络安全服务、硬件及其他三大业务毛利占比分别为 82.3%、16.5%、1.2%。总体分析，公司网络安全产品业务的毛利占主营业务毛利的比例均为 80% 以上，是公司盈利的主要来源。

图 3：公司近 5 年主营业务收入


数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司近 3 年主营业务收入占比


数据来源：wind，公司业绩说明公开交流，西南证券整理

图 5：公司近 3 年主营业务毛利占比


数据来源：wind，西南证券整理

国家政府为公司下游的最大客户群体。公司的最终用户群体主要包括政府、公检法司、军队军工、能源、金融、教育机构、医疗卫生、无线运营商等相关行业。奇安信公司用户较为分散，行业覆盖十分广泛。通过对比 2017 年度至 2019 年度奇安信在不同行业的营业收入及占比情况，政府、公检法司和军队军工行业为该公司营业收入最多且占比最大的三个行业。2019 年度政府、公检法司和军队军工行业分别营收 9.0 亿元、5.3 亿元、2.1 亿元；营收占比依次为 28.6%、16.9%、6.6%。其中，政府连续三年成为奇安信营收最大的行业，为公司最重要的客户群体。

表 1：公司产品主要客户群体

行业	2017 年度		2018 年度		2019 年度	
	金额/亿元	占比	金额/亿元	占比	金额/亿元	占比
政府	2.8	35.4%	8.1	44.9%	9.0	28.6%
公检法司	0.7	8.9%	2.0	11.0%	5.3	16.9%
军队军工	0.8	9.5%	1.7	9.3%	2.1	6.6%
能源	0.4	5.1%	0.7	3.8%	2.0	6.5%
金融	0.4	4.9%	0.9	5.2%	1.6	5.2%
教育	0.5	6.0%	0.8	4.5%	1.6	5.1%

行业	2017 年度		2018 年度		2019 年度	
	金额/亿元	占比	金额/亿元	占比	金额/亿元	占比
医疗卫生	0.4	4.4%	0.8	4.3%	1.5	4.8%
运营商	0.3	3.9%	0.5	3.0%	1.3	4.2%
其他	1.8	21.9%	2.5	14.0%	7.0	22.1%
合计	8.1	100.0%	18.0	100.0%	31.4	100.0%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.2 股权集中，奇安信成为网络安全“国家队”

公司股权集中，齐向东为集团最大股东，奇安信成为网络安全“国家队”。截止 2020 年 12 月 30 日，奇安信前十大股东为齐向东 (25.9%)、明洛投资 (21.1%)、安源创志 (8.6%)、奇安壹号 (7%)、金融街资本 (3.9%)、奇安叁号 (3.9%)、国投基金 (3.6%)、国家军民融合基金 (2.2%)、和谐成长二期 (2%) 以及中金启元 (1.3%)，其余 49 家企业持有其余 20.5% 的公司股份。

奇安信集团董事长齐向东直接持有 25.9% 的公司股份，并通过安源创志、奇安叁号间接控股 12.5%，累计控制公司 38.4% 的股权，成为公司的实际控制人以及实际控制人。齐向东先生任北京网络媒体协会副会长、中国网络空间安全协会副理事长、智能协同云技术与产业联盟副理事长、国家计算机应急处理中心反病毒联盟专家、中国互联网协会第五届理事会副理事长等多个职位，深谙国内网络安全服务需求和发展前景。具有网络安全技术背景的股东可以为集团做出更准确的决策，提出更前瞻性的专业发展趋势。

2019 年 5 月，中国电子集团所控制的明洛投资与公司签署战略合作协议，以 37.3 亿元战略入股奇安信，顺利成为公司第 2 大股东。奇安信也背靠中国电子成功跻身网络安全“国家队”。中国电子拥有从操作系统、中间件、数据库、安全产品到应用系统的可控软件产业链。中国电子与奇安信取长补短、相互促进、共同发展，从而极大增强公司服务网络强国建设的战略定力，共同建设中国一流企业级网络安全龙头企业。

图 6：公司股权结构



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 7：公司一级子公司结构



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.3 持续高研发投入，奇安信业绩稳步攀升

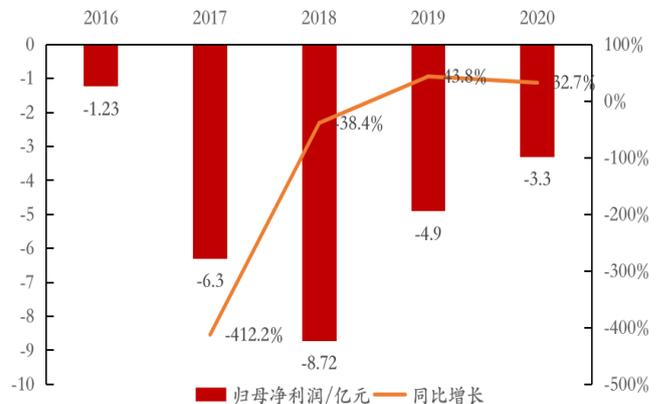
公司营收增速趋稳，盈利能力持续改善。截止 2020 年，公司总营收稳步增长，由高增速状态回调趋向稳定增长，归母净利润逐步向好。具体表现为：2016-2020 年公司总营收分别为 6.6 亿元、8.2 亿元、18.2 亿元、31.5 亿元、41.6 亿元。另一方面，公司 2016 至 2020 年归母净利润分别为 -1.23 亿元、-6.3 亿元、-8.72 亿元、-4.9 亿元、-3.3 亿元。目前公司产品仍在市场拓展阶段、研发支出较大，处于持续亏损状态，但从 2019 年开始减亏，公司盈利能力得到持续改善。而最新披露的 2021 年一季报显示，公司第一季度营业收入 4.6 亿元，同比增长 102%，反映出公司业务规模增长迅猛，受政策合规持续推动，下游客户安全建设需求旺盛。

图 8：公司营业总收入



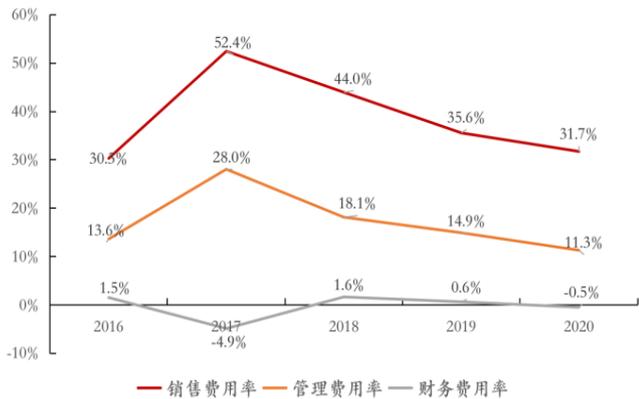
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司归母净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

费用控制效果显著，毛利率净利率企稳向好。2016年至2020年，公司销售费用率与管理费用率于2017年达到最大值后呈持续下降趋势，期间费用率逐渐降低。虽然公司为提升市场竞争力不断增加销售费用和研发费用，但收入端的良好表现以及公司有力的控费措施促使三项费率不断下降，具体来说，2020年公司销售费用、管理费用、财务费用分别为13.2亿元、5.3亿元、-2,157.5万元，占营业收入比例分别为31.7%、11.3%、-0.5%。另一方面，自2018年以来，公司毛利率与净利率持续向好，2016-2021第一季度毛利率分别为73.9%，74.9%，55.7%，56.7%，59.6%和63.8%。目前呈现“提效降费”的盈利趋势，虽然目前仍处亏损阶段，但公司未来计划以提升经营质量为经营目标，进而达到盈亏平衡。

图 10：三项费率


数据来源：wind，西南证券整理

图 11：毛利率、净利率


数据来源：wind，西南证券整理

重研发投入，奇安信拥有世界一流研发人员。2016年至2020年，公司研发费用分别为2.9亿元、5.4亿元、8.2亿元、10.5亿元、12.3亿元，研发费用占营业收入的比例分别为43.9%、65.9%、45.1%、33.3%和29.6%。为保持技术领先优势，公司不断培养并引进专业研发人才，研发人员的数量不断增长。2019年公司研发人员较2018年增长率高达18.7%，2020年研发人员较2019年增长11.9%。截止2020年底，公司研发类人员共2,899人，占公司员工总数的37.2%，核心研发人员均获得重要科研成果。公司研发费用大幅度上升的主要原因是产品研发人员薪酬快速增长，故占各期营业收入的比例较高。

图 12：公司研发费用情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 13：公司研发人员情况


数据来源：wind，西南证券整理

表 2：核心人员重要科研成果及获奖情况(前 10 名)

主要核心技术 人员名单	职务	重要科研成果及获奖情况
吴广坤	董事、公司总裁	帮助公司申请 5 项专利；获得“北京市科学技术奖”三等奖；主持了多个可信计算、国产化替代等国家自主可控重要项目和系统的科研、产品和技术研发；制定多项国家和行业标准
徐贵斌	副总裁、华南基地负责人	参与并完成查杀引擎“基于权限的行为管理引擎”项目、恶意代码识别引擎 AIDM 项目、第三代安全引擎项目及网络安全与大数据分析建模技术研发工作
马江波	大数据与安全运营业务线总经理	帮助公司申请 14 项专利；发布分布式事件关联分析引擎“Sabre”；将机器学习技术应用于态势感知与大数据运营平台。参与了海量数据实时流处理技术等公司核心技术研发
刘浩	云安全业务线总经理	帮助公司申请 6 项发明专利，12 项软件著作权；2019 年获得“科技进步一等奖”；参与了云基础架构统一服务器安全防护项目、国家 863 计划“云计算平台的可信与可控技术及其支撑系统”等项目
左文建	副总裁、总工办主任	2017 年 51CTO 学院 CTO 训练营优秀导师；组建立公司技术委员会，组建公司技术专家能力测评标准体系，研发工具设施团队及公司研发设施平台，研发管理服务团队，研发制度体系
刘岩	智能安全网络事业部副总经理	帮助公司获得 38 项软件著作权并申请了 6 项发明专利；指导或参与了网络安全与攻击检测技术等公司核心技术的研发
吴勇义	大数据与态势感知业务线技术总监	帮助公司获得 4 项软件著作权并申请了 3 项发明专利；主持参与大数据智能建模众创平台、大数据智能导侦与主动防控作战平台等研发工作
顾永翔	终端安全业务线副总经理	帮助公司获得了 1 项软件著作权；参与奇安信数据防泄漏系统 V3.0 项目、奇安信数据防泄漏系统 V4.0 项目等的研发工作；团队开发了数据分类分级技术、敏感数据自动识别技术等数据防泄漏领域技术
吉艳敏	终端安全业务线技术总监	帮助公司申请了 1 项发明专利；参与开发了终端安全管理系统等公司主要终端安全产品；终端识别检测技术、新一代反病毒特征引擎等公司核心技术
樊俊诚	智能安全网络事业部副总经理	帮助公司申请了 12 项发明专利并获得了 4 项软件著作权；参与下一代极速防火墙二期项目、SaaS 产品、SMAC1.0 等研发工作；参与新一代威胁检测技术、第四代 SecOS 高性能一体化引擎技术等公司核心技术研发工作

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

国内市场份额庞大，奇安信市场地位稳固。奇安信于 2018 年获得赛迪网络安全潜力企业榜第一名，次年又被评为 2019 年北京民营企业科技创新百强第 5 名。赛迪咨询和 IDC 的权威报告中肯定了奇安信的 market 地位。该公司不仅在终端安全、UTM 等传统安全领域走在市场前列，在云安全、态势感知等新兴领域也处于领先地位。根据赛迪咨询、IDC 等第三方机构的报告，公司在新一代 IT 基础设施防护产品体系中的终端安全领域、大数据智能安全检测与管控产品体系中的安全管理平台和云安全领域、安全服务市场份额第一，公司在终端安全技术、第三代安全引擎技术、大数据安全分析技术、漏洞挖掘技术、软件定义安全技术、威胁情报技术等处于行业领先地位。公司在平台市场、安全服务市场等不同网络安全产品体系市场连续两年取得市场份额第一或第二的好成绩，也侧面证明了其市场份额的庞大。

表 3：公司市场份额

年份	项目	排名	权威机构
2019 年	中国网络信息安全市场销售额	1	赛迪咨询
	终端安全市场份额	1	赛迪咨询
	安全管理平台市场份额	1	赛迪咨询
	安全服务市场份额	1	赛迪咨询
	云安全市场份额	1	赛迪咨询
	Web 安全市场份额	2	赛迪咨询
	UTM 市场份额	3	赛迪咨询
	终端安全软件市场份额	1	IDC
	安全资源池市场份额	1	IDC
	终端安全检测与响应市场份额	1	IDC
	安全隔离与信息交换市场份额	2	IDC
	安全内容管理硬件市场份额	2	IDC
	UTM 市场份额	3	IDC
2020 年	安全分析和威胁情报市场份额	1	IDC
	终端安全软件市场份额	1	IDC

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2 行业分析

2.1 网络空间安全的新技术、新产业、新业态、新模式

2.1.1 信息安全认知逐渐提升，网络安全行业新兴发展

建立网络信息安全意识，全面落实网络空间安全理念。网络安全行业随着多次信息泄露事件而不断发展。

- 20 世纪 40-70 年代，人们率先提出了通信安全的概念，以确保数据在传输过程中的保密性和安全性，并通过密码技术解决了如搭线窃听等信息安全威胁问题。1976 年迪菲和赫尔曼首次提出了公钥密码体制，美国政府也在 1977 年公布了《国家数据加密标准》。
- 20 世纪 70-90 年代，随着计算机的不断普及，非法访问、恶意代码和脆弱口令等信息安全泄露方式开始蚕食网络安全。计算机安全开始被越来越多的人所重视，计算机安全主要关注计算机数据处理和储存时的信息数据保护问题，其核心是为了预防计算机系统用户执行未经授权活动所产生的不利后果。
- 20 世纪 90 年度初，随着 1986 年第一个互联网病毒入侵计算机系统并迅速扩张，人们开始关注信息系统的整体安全，并强调网络信息的保密性、完整性、可控性和可用性。
- 2009 年后，随着云计算、移动互联网的不断发展，网络边界变得模糊，网络安全形势也变得越来越复杂，网络安全的范畴也产生了很大变化。技术厂商不仅需要考虑实体空间的网络安全保护产品，还要结合虚拟空间对现有网络安全防护技术进行不断升级，以形成值得信赖的网络安全空间。

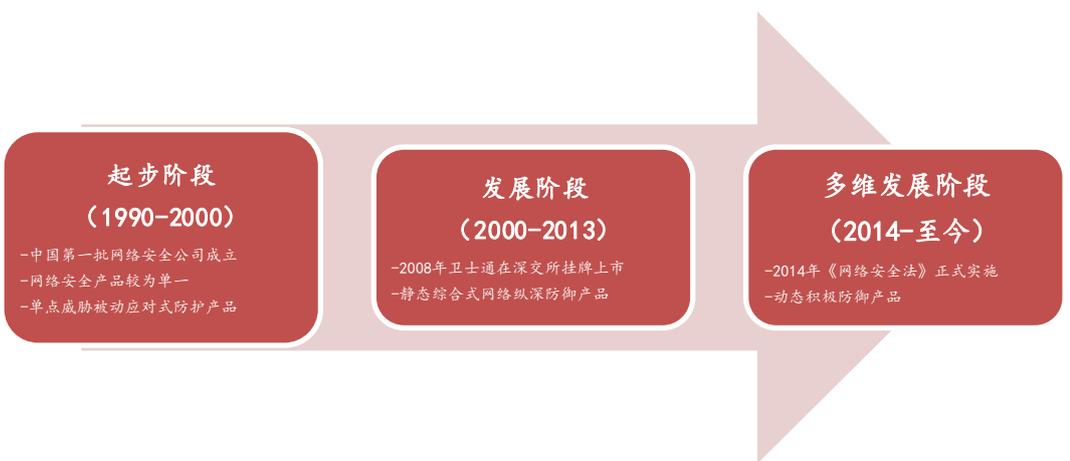
图 14：网络安全发展阶段



数据来源：公开资料，西南证券整理

我国致力于打造网络强国，网络安全行业实现高速发展。中国网络安全行业于1990年开始发展，正式迈入起步阶段。中国第一批网络安全公司如瑞星、天融信的成立为中国带来了最新的网络安全产品。但产品种类较为单一，主要包括以反病毒为代表的系统(主机)层面单点威胁被动应对式防护产品。2000年后，我国网络安全行业实现快速发展。主流网络安全产品不断改进，并引入以防火墙为代表的静态综合式网络纵深防御产品概念。2008年，中国第一家信息安全企业卫士通在深交所挂牌上市，借助资本的力量实现更大的业务扩充。2014年，《网络安全法》落地实施，网络安全行业更加规范。凭借着信息化发展的东风和政策利好，网络安全产品领域开始不断细分，形成了以大数据、云计算和人工智能为核心技术的动态积极防御产品阶段。

图 15：中国网络安全行业发展过程



数据来源：公开资料，西南证券整理

2.1.2 网络安全行业行业壁垒较高，下游议价能力较强

网络安全行业产业链可从行业上游、行业中游、行业下游进行系统分析。具体来讲，根据网络安全产业链全景图，行业上游主要包括基础硬件、软件系统和基础能力。基于上游提供的基础设施及相关服务，网络安全公司可以选择升级或开发安全系数更高的网络安全设备、网络安全软件，并向下游用户提供更符合需求的安全服务。

图 16：中国网络安全产业链分析



数据来源：公开资料，中商产业研究院，西南证券整理

上游市场竞争充分，产品的质量和价格较稳定。网络安全行业上游供应商主要可以分为四大类，分别为系统开发商、数据库供应商、网络服务供应商和网络设备供应商。

- **操作系统供应商：**目前中国最主流的操作系统为微软公司的 Windows 系统和苹果公司的 Mac OS 系统，国产操作系统如普华和中标麒麟仍较为薄弱，市场占有率很低。2020 年中国 Windows 系列系统市场份额占有率高达 91.1%，Mac OS 系统占据 7.8% 的市场份额，Linux 市场份额为 0.8%。
- **数据库供应商：**与操作系统供应商情况相似，海外数据库厂商在中国市场长期处于优势地位，Oracle、IBM、微软、SAP 四大厂商合计份额接近 90%，国产份额不足 10%。数据库存在数据储存问题，中国目前急需自主研发的数据库来确保党政军企特殊市场的

信息安全。国产数据库厂商达梦、东方通、南大通用数据库目前可以满足日常应用场景，占据国产数据库大部分市场份额。

- 网络服务供应商：目前国内新兴拓展 5G 市场，中国 5G 网络设备供应商占据全球超过 50% 以上的市场份额，华为与中国电信为主要运营商。
- 网络设备供应商：目前网络设备采购主要包含芯片、内存的网络硬件设备。目前芯片（基带处理器）主要供应厂商分别为高通，华为和英特尔，市场占有率分别为 41.0%、16.0% 和 14.0%，竞争充分。

网络安全市场各部分供应商竞争充分，供应商较多，不存在市场竞争度过高的情况，产品的质量和价格较为稳定。未来部分产品，如数据库可能会趋于国产化，但仍需一定时间，短时间内价格无法显著下降。

业务覆盖面较广，用户体量庞大，下游市场议价能力较强。网络安全行业的下游市场主要面向政府、金融、教育、电信等政企用户。现有网络安全产品和服务基本从传统网络安全领域延伸到了云计算、大数据、物联网、5G、移动支付、车联网等不同的应用场景。随着新一代信息技术在各场景中的应用加深，网络安全形势也变得越来越严峻，这会促使下游用户加大对 IT 系统网络安全的重视程度。网络安全行业用户大多数为政企用户，其对产品价格敏感度较低，愿意在一定范围内通过增加费用来确保系统的高安全性。网络安全公司也可以通过提高产品价格来获得更大利润，或将资金投入研究新一代网络安全技术中。

行业壁垒较高，较难有新公司进入。从潜在竞争者层面分析，想要占领市场份额有以下几个难点：

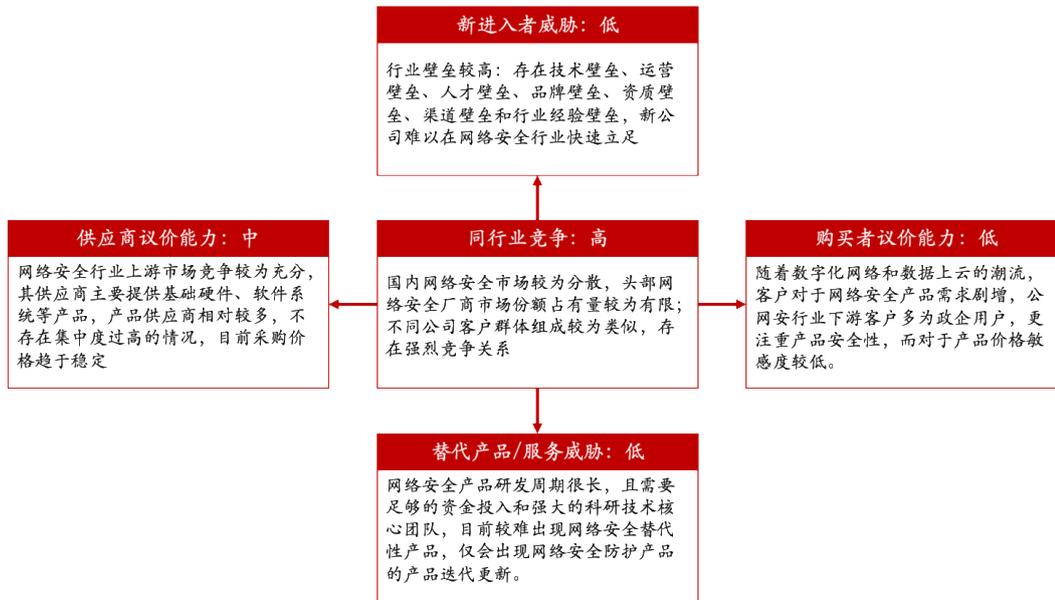
表 4：网络安全行业进入壁垒

进入壁垒	新企业面临的相关挑战
技术与数据壁垒	网络安全行业属于行业技术密集型产业，进入行业需要极高的技术支持，新企业进入行业缺乏相关网络安全数据，也难以在短时间内积累有效知识，故难以研发出具有市场竞争力的网络安全技术
运营壁垒	企业的安全运营团队需要与客户进行不断沟通来了解用户真正的需求；行业内新企业的安全运营团队运营经验不足，无法在短时间内适应所有工作，会使产品与用户需求存在较大差距，从而流失重要客户
人才壁垒	网络安全行业属于智力密集型产业；目前网络安全高端人才数量稀少聘用成本过高，且均与原单位签订了保密协议。这使得新企业在聘用高端人才时需要考虑公司的预算，并难以在短时间内获得完整的科研团队，从而无法形成压倒性的技术差异化优势。
品牌壁垒	网络安全公司产品需要凭借多年的用户使用感受来获得业界口碑，从而与客户建立良好的品牌认知；新公司进入行业难以取得客户的信任，客户也更倾向于使用品牌悠久的、口碑好的企业的网络安全产品。
资质壁垒	国家安全主管部门和行业主管部门制定了严格的产品资质和服务资质审核体系，来确保网络安全行业产品的规范化。这些资质的获得需要企业长期以来的综合实力评估，新企业无法在短时间内获得这些资质，从而无法进入行业内发展。
渠道壁垒	网络安全产品呈现区域分布广、销售区域和用户分散的需求特征，需要完整的渠道体系和营销网络。新企业较难在短时间内建立起具有竞争力的渠道体系。
行业经验壁垒	网络安全行业需要积累大量的经验，如网络漏洞的处理方法等。新企业因为缺少行业经验而无法给出适用于现阶段安全网络市场的产品和解决方案。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

总体而言，网络安全行业进入壁垒较高，由于行业新兴发展，同行业内的市场竞争较为激烈。网络安全行业上游供应商议价能力中等，产品价格趋于稳定；行业下游客户多为政企客户，客户群体较为特殊，对价格敏感度较低，议价能力较弱。目前暂未出现有替代网络安全产品/服务的可能性，受替代产品/服务威胁程度较低。

图 17：网络安全行业波特五力分析图



数据来源：公开资料，西南证券整理

2.1.3 国家政策不断完善，网络安全行业合规得到保障

国家政策推动网络安全行业发展，行业标准制定，合规完善。从 2014 年中央成立网络安全和信息化领导小组到 2016 年正式出台《网络安全法》，我国关于网络安全行业的政策越来越完善。截至目前，我国已相继出台《云计算发展三年行动计划》、《信息安全技术大数据安全管理指南》、《网络安全审查办法》等指导性文件。规范行业内部准则，并提供相关发展要点。

表 5：网络安全行业政策指导文件

时间	政策文件	政策指导内容
2016 年	《中华人民共和国网络安全法》	国家制定并不断完善网络安全战略，明确保障网络安全的基本要求和主要目标，提出重点领域的网络安全政策、工作任务和措施。
2017 年	《云计算发展三年行动计划》	到 2019 年，我国云计算产业规模达到 4,300 亿元，突破一批核心关键技术，云计算服务能力达到国际先进水平；支持软件和信息技术服务企业基于开发测试平台发展产品、服务和解决方案，加速向云计算转型。
2017 年	《国家网络安全事件应急预案》	该预案适用于网络安全事件的应对工作。该预案明确网络安全事件是指由于人为原因、软硬件缺陷或故障、自然灾害等，对网络和信息系统或者其中的数据造成危害，对社会造成负面影响的事件，可分为有害程序事件、网络攻击事件、信息破坏事件、信息内容安全事件、设备设施故障、灾害性事件和其他事件。
2018 年	《公安机关互联网安全监督检查	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

时间	政策文件	政策指导内容
	查规定》	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。
2019年	《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大数据安全管理。
2020年	《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。网络安全审查充分尊重和严格保护企业的知识产权。网络安全审查的目的是维护国家网络安全，不是要限制或歧视国外产品和服务。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 网络安全行业快速扩张，国内厂商占据大量市场份额

2.2.1 全球网络安全市场规模为主要关注点

安全投入仍为全球焦点之一，网络安全市场持续扩张。随着全球经济增长，数据安全和隐私问题将变得越来越重要。各个国家也根据自身国情出台了相关网络安全政策以面对日益复杂的网络环境。2015年，美国颁布了《网络安全法案》以便于各方对网络风险进行管控。截至2018年，全球网络安全市场规模达到1269.8亿美元。近年来数据安全、云安全防护、供应链安全审查、人工智能以及区块链等前沿高端技术的落地是现有网络安全市场的热点领域。预计2021年全球市场规模将达到1648.9亿美元，未来三年的平均增长率在9.0%以上。

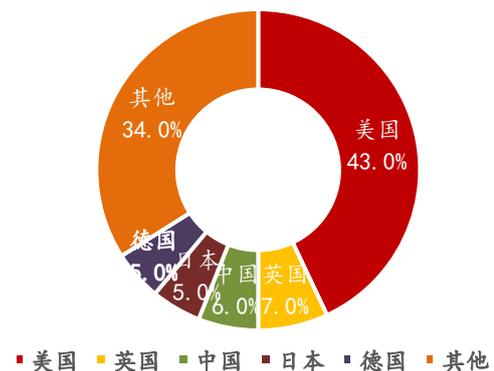
美国拥有全球最大的网络安全解决方案市场。2018年，美国在网络安全方面的投入高达393亿美元，占据全球网络安全市场份额的43.0%。英国紧随其后，市场占比7.0%。我国网络安全行业不断发展，目前已超越德国和日本，占全球市场份额的6.0%，坐拥全球第三大网络安全市场。

图 18：全球信息安全市场规模和增长率



数据来源：赛迪咨询，西南证券整理

图 19：2018 年全球网络安全市场分布

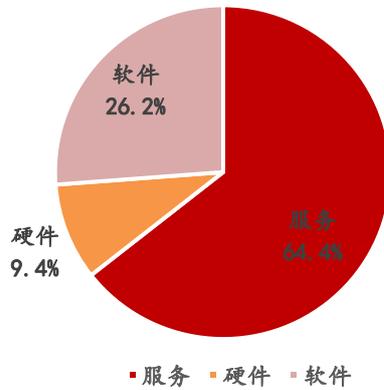


数据来源：公司公告，西南证券整理

目前全球网络安全市场产品结构以提供订阅化服务为主。防火墙、IDS 等网络安全设备无法完全抵御恶意网络攻击，市场需要全面的网络安全防护体系服务和完整的安全管理策略。用户更倾向于采纳咨询与规划、评估与测试、分析与响应、情报与运营等一系列服务体系产品。根据 2018 年全球网络安全市场产品结构占比，不难发现安全服务型产品市场在全球网

络安全市场中份额最大，占比 64.4%，市场规模达到了 811.3 亿美元。网络安全软件和硬件产品市场规模分别达到 330.1 亿美元和 118.4 亿美元，市场占比分别为 26.2% 和 9.4%。

图 20：2018 年全球网络安全市场产品结构占比



数据来源：公开资料，西南证券整理

2.2.2 网络安全技术加速创新迭代，中国网安行业市场规模逐渐扩大

中国网络安全市场规模持续增长，逐渐向服务化转型。截至 2018 年，国家政府已出台多项法律法规来规范现有市场，我国网络安全市场规范性逐步提升。近些年来网络恶意攻击频发也使得政府和企业客户对网络安全产品需求不断增加。2018 年我国网络安全市场规模已达到 495.2 亿元。随着物联网和大数据不断推进网络发展，预计我国 2021 年市场规模将达到 936.8 亿元，且未来三年市场扩张率均在 20% 以上。从市场结构来分析，2016 年至 2018 年我国网络安全硬件产品占比逐渐下降，网络安全服务型产品占比不断增大。随着虚拟化及云服务的普及，我国网络安全市场将会逐渐向服务化转型。

图 21：中国网络信息安全市场规模与增长



数据来源：赛迪咨询，西南证券整理

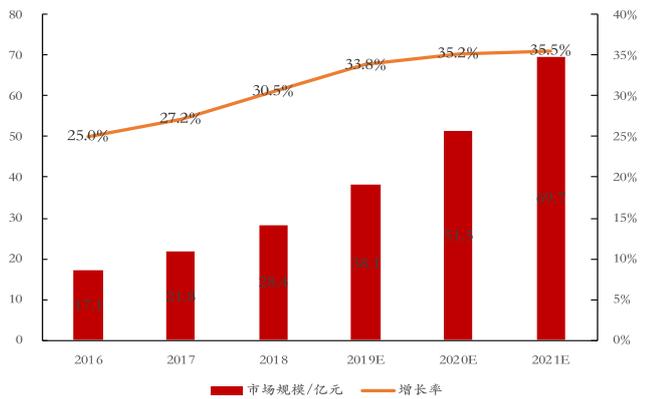
图 22：中国网络安全市场结构



数据来源：赛迪咨询，西南证券整理

根据赛迪咨询发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，大数据、云安全、物联网安全和工业互联网形成行业高潜力市场：

- **大数据安全市场：**目前大数据安全业务已经被各大传统安全企业纳入未来企业战略布局重点和重要商业化盈利点。截至 2018 年，大数据安全市场规模快速扩张且增长率持续上升。预计 2021 年大数据市场规模有望突破 69.7 亿元。
- **云计算安全市场：**目前云安全市场仍属于发展阶段，但随着云计算技术市场规模的扩大而扩大。使用云计算的客户越多，则需要使用云安全产品的客户便会增加。截至 2018 年，我国云安全市场规模为 37.8 亿元，增长率均稳定在 40% 以上，预计 2021 年我国云安全市场规模将会达到 115.7 亿元。

图 23：中国大数据安全市场规模与增长


数据来源：赛迪咨询，西南证券整理

图 24：中国云安全市场规模与增长


数据来源：赛迪咨询，西南证券整理

- **物联网安全市场：**物联网安全市场呈现爆发式增长，截至 2018 年，中国物联网安全市场规模达到了 88.2 亿元。为了实现人、计、物的互联互通，预计 2021 年我国物联网安全市场规模将会达到 301.4 亿元。
- **工业互联网安全市场：**智能工业逐渐替代传统制造业的低效工作。工业互联网为智能工业提供了足够的信息传递平台。工业互联网也需要完整的网络安全体系去确保工业信息的安全。截至 2018 年，中国工业互联网安全市场规模达到 94.6 亿元，预计其增长率将连续三年超过 30%，2021 年市场规模将达到 228.0 亿元。

图 25：中国物联网安全市场规模与增长


数据来源：赛迪咨询，西南证券整理

图 26：中国工业互联网安全市场规模与增长


数据来源：赛迪咨询，西南证券整理

2.2.3 网络安全行业主要企业及行业竞争格局

行业市场集中度逐步提高，大企业拥有更多市场份额。目前我国网络安全市场蓬勃发展，市场参与者数量逐渐增加。除奇安信以外，启明星辰、深信服、绿盟科技、安恒信息和天融信也为网络安全行业中的龙头公司。这些公司普遍拥有强大的研发团队和完美的安全运营体系，从而建立起良好的市场口碑，共同占据庞大的市场份额。

表 6：部分国内网络安全行业企业基本概况

名称	主营业务	经营情况
启明星辰信息技术集团股份有限公司	信息网络安全产品的研发、生产、销售与提供专业安全服务及解决方案，在政府、电信、金融、能源、军队、交通、传媒、教育、军工等领域得到广泛运用。	2017 年度、2018 年度、2019 年度和 2020 年度，该公司营业收入为 22.8 亿元、25.2 亿元、30.1 亿元和 36.47 亿元，净利润为 4.4 亿元、5.6 亿元、6.8 亿元和 8.1 亿元。
深信服科技股份有限公司	向企业级用户提供信息安全、云计算、企业级无线相关的产品和解决方案，主要产品包括上网行为管理、VPN、下一代防火墙、应用交付等。	2017 年度、2018 年度、2019 年度和 2020 年度，该公司营业收入为 24.7 亿元、32.2 亿元、45.9 亿元和 54.6 亿元，净利润为 5.7 亿元、6.0 亿元、7.6 亿元和 8.1 亿元。
北京神州绿盟信息安全科技股份有限公司	向政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业用户，提供全线网络安全产品、全方位安全解决方案和体系化安全运营服务。	2017 年度、2018 年度、2019 年度和 2020 年度，该公司营业收入为 12.5 亿元、13.4 亿元、16.71 亿元和 20.1 亿元，净利润为 1.5 亿元、1.7 亿元、2.3 亿元和 3.0 亿元。
杭州安恒信息技术股份有限公司	网络信息安全产品的研发、生产及销售，并为客户提供专业的网络信息安全服务。	2017 年度、2018 年度、2019 年度和 2020 年度，该公司营业收入为 4.3 亿元、6.3 亿元、9.4 亿元和 13.2 亿元，净利润为 0.5 亿元、0.7 亿元、0.9 亿元和 1.3 亿元。
南洋天融信科技集团股份有限公司	安全分部业务为向政府、军队、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、制造等各行业企业级用户提供网络安全及大数据产品和安全服务。	2017 年度、2018 年度、2019 年度和 2020 年度，该公司网络安全分部营业收入为 11.6 亿元、17.4 亿元、24.2 亿元和 28.3 亿元。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3 公司分析 - 两大核心竞争力铸就不可替代性

3.1 沉潜修炼，布局网安新场景，瞄准产品服务新赛道

3.1.1 研发全平台化，充分满足定制需求

奇安信“乐高化”思维打造八大创新研发平台。网络攻防是一场无休止的对抗，各类网络安全威胁与日俱增，新型攻击手段层出不穷，客户需求和场景千差万别，网络安全企业往往需要进行定制化开发新产品，“重复造轮子”的问题十分严重，并在一定程度上制约着网络安全产业的发展。为解决上述问题，奇安信运用了“乐高化”思维，并且在过去“鲲鹏”、“诺亚”、“雷尔”、“锡安”四大研发平台基础上进行全面升级，推出“川陀”、“大禹”、“玄机”、“千星”新四大平台，以八大网络安全研发平台为基础核心组件，再配合少量定制化特殊组件，快速研发出能够满足客户定制化需求的网络安全产品和解决方案。

图 27：奇安信八大研发创新平台


数据来源：公开资料，西南证券整理

奇安信有超七成的产品采用了平台化、框架化、组件化生产方法。目前，八大网络安全研发平台已经完成研发并投入使用，生产效率逐步提升，高质量发展初见成效。财报显示，2020年奇安信主营业务毛利率达到 59.6%，同比提升了 3 个百分点。更重要的是，网络安全八大研发平台能够让奇安信走出开发成本高、周期长、扩展性差、盈利能力弱的怪圈，避免了不同产品通用性的功能或模块的重复开发，也避免了人才转移带来的技术流失，极大地提高产品研发效率，缩短产品创新周期，降低产品成本，提高产品质量。这样的研发方式将会更好地满足政府、企业客户持续变化的定制化、个性化需求。

表 7：八大研发平台详细介绍

平台名称	功能及作用
鲲鹏网络操作平台	提供了安全网关的数据通信和应用安全相结合、虚拟化安全网元的管理和流量编排以及网络安全的资源池化等能力，可使产品具备开放式架构，便于快速、按需部署，以及能低成本扩展出不同的安全功能，消除了对细分专用安全设备的依赖。
诺亚大数据操作平台	专注于简化大数据应用开发中的数据接入、数据处理、数据存储、资源调度等。该平台向安全产品提供数据收集、存储、计算、管理、建模等通用型便捷、高效、易用的大数据业务系统支撑环境，可以实现大数据技术与业务解耦、业务无感知的底层技术迭代，提供配置式大数据业务开发环境，高效利用大数据资源的综合能力。
雷尔可视化操作平台	专注数据可视化，可视分析，图形渲染，设计建模等技术领域的研发平台，也是国内安全行业可视化及可视分析领军者。该平台以数据驱动安全为核心理念，向各产品业务输出易用高效组件，提供专业的可视化方案
锡安云控操作平台	打造奇安信顶级的云端安全能力，每天处理亿级文件与 URL 数据，每日存储文件百万级，域名千万级，分析扫描安全数据在亿级以上
川陀平台	以终端管控为核心需求，面向管控类业务提供一套可复用、可扩展、高性能的终端管控平台，满足终端管理、终端分组管理、用户分组管理、任务管理、策略管理、级联管理、系统设置管理等多项管控类业务开发需求。
大禹平台	提供面向大数据安全的通用开发平台及配套的内置安全能力，其核心能力包括数据接入、数据治理、云地协同、联合分析系统、事件分析与处理、安全设备接入与控制以及资产管理和运营。
玄机平台	可持续运营的大数据平台，提供多源异构数据源管理、统一数据资产管理、强大的元数据管理、数据运营可视化以及统一数据安全管控等多项功能，旨在满足安全行业基于多源异构内生安全数据进行大数据建设、管理、持续数据运营和消费需求。
千星平台	提供标准化产品的视觉设计元素，以统一的前端开发模式，实现了产品间前端组件级复用，前端研发效能提升 20%，开发成本降低 10%。

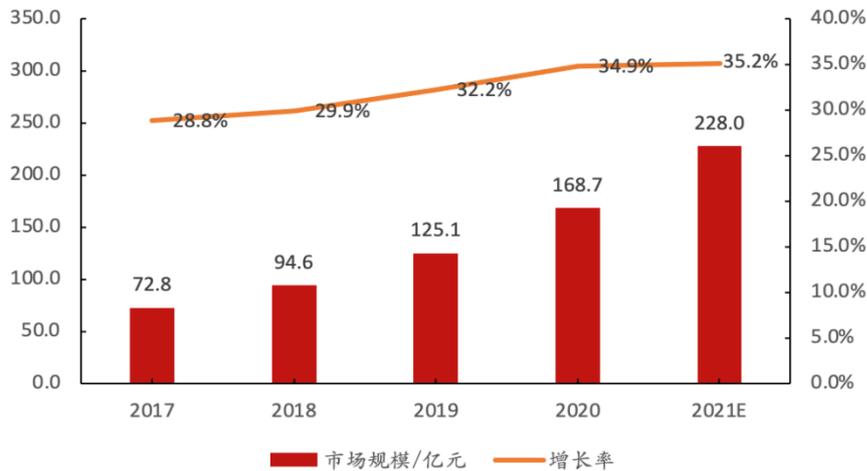
数据来源：西南证券整理

3.1.2 奇安信瞄准新场景下工控安全市场

我国工控系统网安问题突出，工控安全关系国计民生。随着两化融合的不断深入，针对工控系统的网络攻击事件日益增多，工控系统普遍存在安全域划分不合理、边界防护能力薄弱、工业主机漏洞严重、工控通信协议缺陷、人员安全意识淡薄、安全运营机制不健全等问题，导致工业控制系统面临巨大的安全威胁。工业控制系统是支撑国民经济的重要设施，是工业领域的神经中枢，已广泛应用于电力、轨道交通、石油化工、高新电子、航空航天、核工业、医药、食品制造等工业领域，其中超过 80% 的涉及国计民生的关键基础设施依靠工业控制系统来实现自动化作业。工业控制系统已经成为国家关键基础设施的重要组成部分，工业控制系统的安全关系到国家的战略安全。

我国工控安全市场增速可观，未来增长空间巨大。目前我国 GDP 近 40% 来自于数字经济，增速在两位数以上，是经济发展的主要引擎。数字经济时代下的网络安全已经从附属品变成底座和支撑。围绕着数据成为生产要素，全行业在做数字化转型、智能化转型、云化转型。目前美国工控安全产业规模为 4500 亿到 5000 亿人民币，复合增速为 8% 到 9%，而中国工控安全市场规模为 600 亿到 700 亿人民币，复合增速在 20% 以上。工控安全产业规模美国是我们的 4 到 5 倍。2019 年 9 月份，网信办和工信部的网络安全产业发展指导意见认为，在 2025 年之前我国工控安全产业规模将达到 2000 亿元。

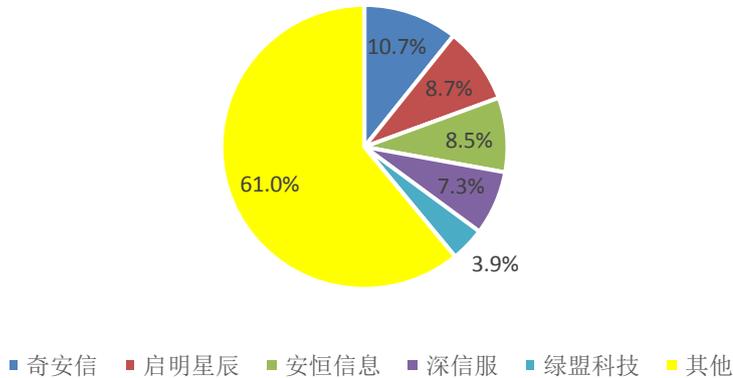
图 28：中国工业互联网信息安全市场规模及增长



数据来源：中金企信国际咨询，西南证券整理

奇安信在我国安全分析市场独占鳌头。奇安信工控安全服务解决方案利用奇安信在信息安全服务和工控安全方面的双重优势，为企业在工控系统安全建设、运行维护过程中的安全体系规划、安全评估检查、攻防演习，安全应急演练等工控安全服务需求，提供一站式的解决方案。该公司工控安全方案主要包括：工控系统网络安全体系规划服务，工控系统网络安全评估检查服务，工控系统攻防演习服务，工控系统应急演练服务。奇安信从客户工控系统现状出发，以生产业务需求为基础，工控安全相关法规标准为依据，充分结合了奇安信在信息安全服务和工控安全研究方面的优势，针对每个客户制定工控安全服务解决方案。

图 29：2020 年中国安全分析和情报市场份额



数据来源：IDC 中国，西南证券整理

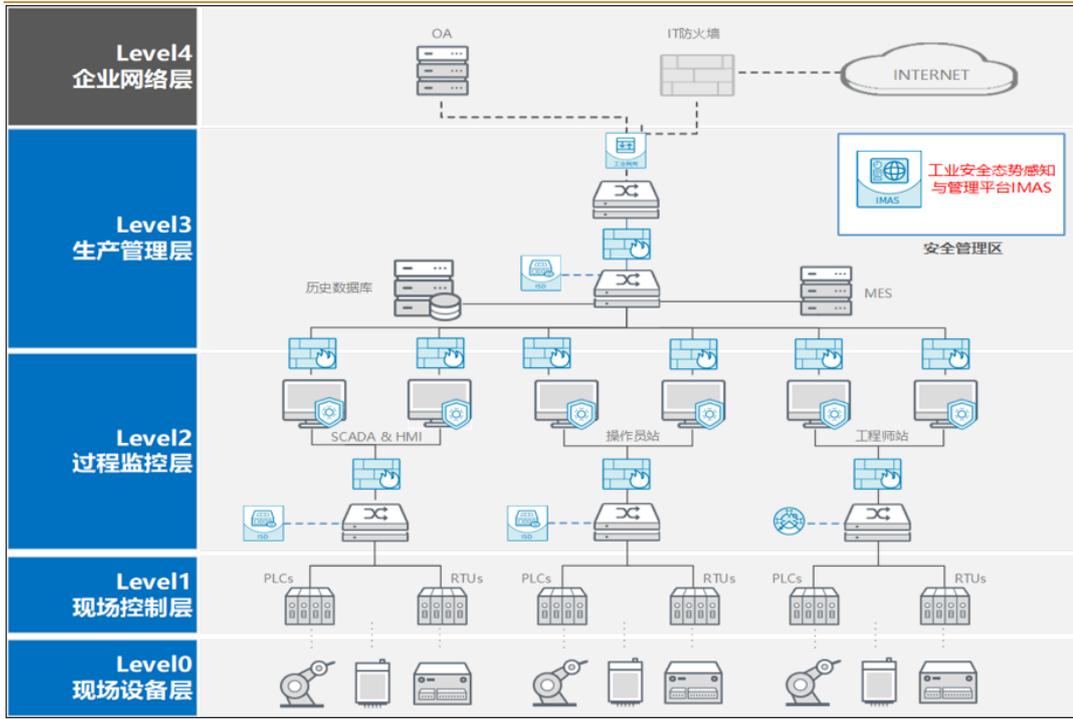
奇安信工控安全产品种类丰富，覆盖多重应用场景。奇安信的工业控制安全产品包括工业安全态势感知与管理平台，工业网络安全防护（包括工业安全监测与审计系统、工业网闸、工业防火墙、工业主机安全防护系统）。具体来看，奇安信工业安全管理与分析系统（简称 IMAS），以工业资产为核心，以安全分析与管理为主线，以大数据技术为基础，实现工业资产集中管理、威胁统一分析与运营、工艺异常行为建模与分析、日志集中管理与分析、设备集中管理与监控、工业安全态势感知等核心功能，帮助工业企业集中管理工业资产、全面持续监测安全风险、可视化分析安全态势，为工业安全风险与应急响应提供决策支撑，为工业安全协同防护体系提供动态迭代演进依据。

图 30：奇安信工业安全管理与分析系统



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 31: 奇安信 IMAS 部署方式



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.1.3 奇安信灵活布局, 着力培养客户使用习惯

深化上下游联系, 奇安信深耕工控安全产业链。随着国家在十四五之内对于信息安全投入预算的加大, 依据网信办和工信部的发展指导意见, 工控安全产业规模有望扩大三倍左右, 由现在的 600 亿到 700 亿人民币达到 1500 亿到 1600 亿人民币的规模。奇安信与大量的行业头部客户做安全规划, 力争将其安全需求由 1.8%到 3%提高到 10%到 15%, 相比之前的 3%扩大了三倍以上。奇安信的工控安全业务并没有局限于防病毒防黑客、防数据泄密等层面, 而是延伸到保障业务平稳运行, 帮助客户完成从架构安全到被动防御, 再到积极防御的跃迁。

表 8: 奇安信近期工控领域部分招投标项目

供应商				
供应商/候选人名称	采购/招标金额	报告期	数据来源	项目名称
宁畅信息产业(北京)有限公司	1791.8 万元(人民币)	17/06/2021	招投标公告	奇安信科技集团股份有限公司工业企业侧安全数据采集设备采购项目(第二批)
浪潮电子信息产业股份有限公司	1868.3 万元(人民币)	17/06/2021	招投标公告	奇安信科技集团股份有限公司工业企业侧安全数据采集设备采购项目(第二批)
紫光电子商务有限公司	1891.8 万元(人民币)	17/06/2021	招投标公告	奇安信科技集团股份有限公司工业企业侧安全数据采集设备采购项目(第二批)
宁畅信息产业(北京)有限公司	366.3 万元(人民币)	15/04/2021	招投标公告	奇安信科技集团股份有限公司新型基础设施的自动网络攻防对抗关键技术项目
浪潮电子信息产业股份有限公司	370.9 万元(人民币)	15/04/2021	招投标公告	奇安信科技集团股份有限公司工业互联网安全

供应商				
供应商/候选人名称	采购/招标金额	报告期	数据来源	项目名称
				开发测试基础公共性服务平台项目
浪潮电子信息产业股份有限公司	90.9 万元 (人民币)	08/12/2020	招投标公告	奇安信科技集团股份有限公司工业互联网时序数据安全网关项目 (第三批)
沈阳贝海瀛科技有限公司	130.6 万元 (人民币)	02/12/2020	招投标公告	奇安信科技集团股份有限公司工业企业侧安全数据采集设备
北京龙盛世纪科技股份有限公司	1139.6 万元	01/04/2020	招投标公告	奇安信科技集团股份有限公司工业企业侧安全数据采集设备项目
紫光电子商务有限公司	1224.5 万元	01/04/2020	招投标公告	奇安信科技集团股份有限公司工业企业侧安全数据采集设备项目
曙光信息产业股份有限公司	1225.9 万元	01/04/2020	招投标公告	奇安信科技集团股份有限公司工业企业侧安全数据采集设备项目
客户				
客户名称	销售金额	报告期	数据来源	项目名称
中核核电运行管理有限公司	-	14/05/2021	招投标公告	泰山核电终端安全管理软件采购
浙江中烟工业有限责任公司	68.8 万元	04/03/2021	招投标公告	2021 浙江中烟护网行动保障及安全咨询服务采购
中国电信集团有限公司云南分公司	-	13/01/2021	招投标公告	中国电信云南公司 2020 年安全态势感知及处置平台 5G 升级改造
华能核电开发有限公司	28 万元	05/12/2020	招投标公告	华能核电网络安全规划咨询服务
九江市公路管理局	1206.9 万元	02/06/2020	招投标公告	江西省九江市普通干线路网运行监测与应急处置平台 (二期) 采购项目
临汾市城市客运管理	98.0 万元	08/05/2020	招投标公告	临汾市城市客运管理处城市客运综合监管平台软件系统升级项目
国网湖南省电力有限公司	783.8 万元	19/01/2020	招投标公告	国网湖南省电力有限公司 2020 年第一次物资集中招标采购
中国铁路上海局集团有限公司	-	11/09/2019	招投标公告	中国铁路上海局集团有限公司计算机防病毒与补丁升级管理系统客户端软件授权扩容
中国移动通信集团上海有限公司	-	20/09/2019	招投标公告	中国移动上海公司 2019 年恶意软件检测平台扩容工程恶意软件检测平台扩容

数据来源: 西南证券整理

表 9: 奇安信工控安全领域部分对外投资

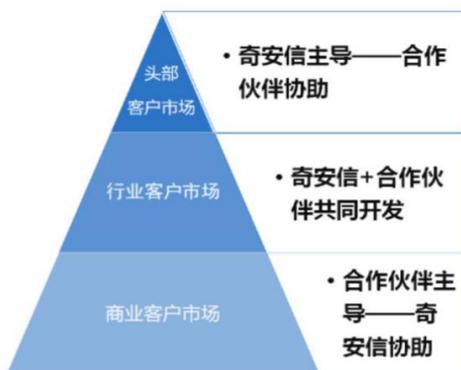
公司名称	成立时间	注册资本 (亿元)	级次	发行人持股情况	主营业务及与发行人主营业务的关系
网神股份	08/02/2006	10.5	一级	99.6%	主要从事网络安全产品的研发和销售、提供网络安全服务, 拥有军工资质和保密资质以及各项信息安全领域资质和证书
网康科技	16/09/2004	10	一级	100%	主要从事网络应用层技术和产品的研发, 布局和补充上网行为管理、下一代防火墙、智能流量管理、应用层 VPN、代理服务器等领域的产品线
按软网络	16/02/2017	0.1	一级	100%	主要从事终端安全产品、网络准入产品、大数据与安全

公司名称	成立时间	注册资本(亿元)	级次	发行人持股情况	主营业务及与发行人主营业务的关系
					运营、大数据与态势感知等领域的研发工作；对公司相关领域产品予以研发支持
天目恒安	07/09/2015	0.1	一级	100%	主要从事漏洞扫描研发工作；为公司相关领域产品提供技术支持
测腾安全	10/03/2015	0.2	一级	70%	主要从事源代码检测、开源项目检测，提供企业级解决方案；完善了公司的产品线、扩大公司安全服务范围
云脑安御	17/07/2013	0.3	一级	100%	主要从事计算机及网络信息安全、数据挖掘、网络应用系统等相关产品销售
安贤信息	26/03/2013	0.1	一级	100%	主要从事云安全相关领域的研发和产品销售；完善了公司的产品线、增强了公司的研发能力
天广汇通	04/07/2012	0.1	一级	60.6%	主要从事代码安全领域的研发和产品销售；完善了公司的产品线、增强了公司的研发能力
椒图科技	28/06/2010	0.6	一级	58.6%	主要从事主机服务器操作系统加固领域相关产品的研发和销售；丰富公司产品类别，同时加强公司在相关领域的研发实力
沈阳奇安信	19/07/2016	0.05	一级	100%	主要从事工控安全领域的研发工作；对公司相关领域产品予以研发支持

数据来源：西南证券整理

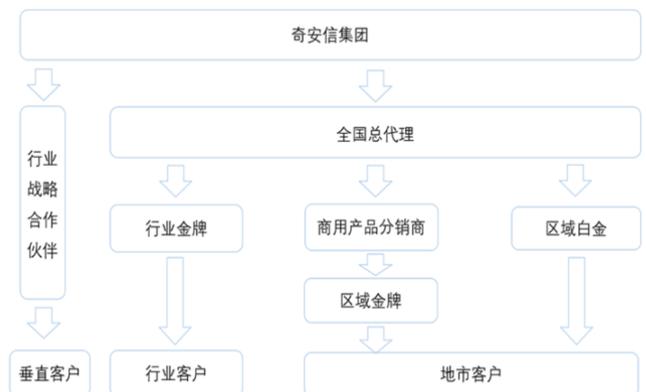
自上而下，奇安信搭配独到销售模式。具体来说，对于中大型政企用户，如中国电信、中国移动，公司采取直销模式进行销售，安排专业的销售和业务团队，坚持1对1服务，以满足大型客户的不同业务需求。对于其他客户，公司一般采用具有适应性的渠道销售方式，最大限度的覆盖客户需求，提升市场占有率。目前公司渠道销售模式可分为两种：一种为与行业战略合作伙伴进行合作以完成垂直客户的覆盖；另一种是通过集团全国总代理进行分销，从而达到行业客户与地市客户的全方位覆盖。

图 32：2020 年渠道销售生态体系



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

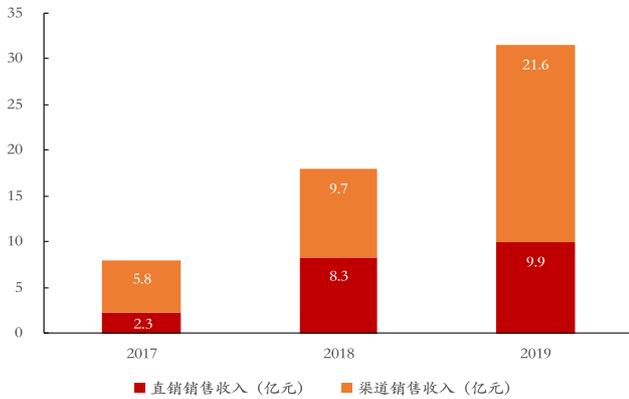
图 33：2020 年渠道销售生态架构



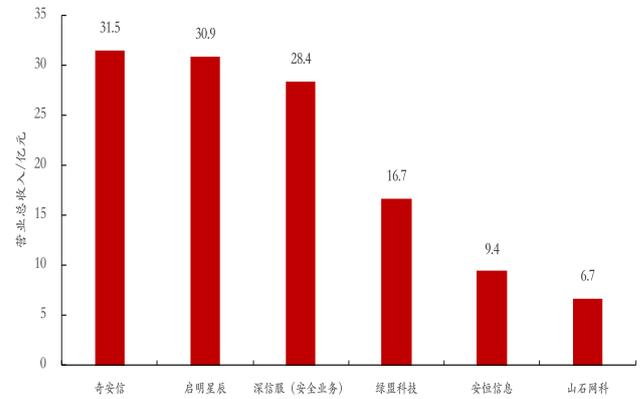
数据来源：公司年报，西南证券整理

营收居市场首位，奇安信营销模式专业且高效。2017年-2019年奇安信直销营收分别为2.3亿元、8.3亿元和9.9亿元；渠道营收分别为5.8亿元、9.7亿元和21.6亿元。其中直销用户营收占比分别为28.4%、46.2%和31.5%，客户营收占比于2018年达到近50%。奇安

信大型客户群体粘性较大，直销式决策正确。公司以优秀的销售模式创造了良好的行业口碑，占有了相当的网络安全市场份额。2019 年奇安信营收达到网络安全市场第一位，高达 31.5 亿元。

图 34：公司渠道销售与直销营收/亿元


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 35：2019 年网络安全主要厂商营业总收入/亿元


数据来源：公司年报，西南证券整理

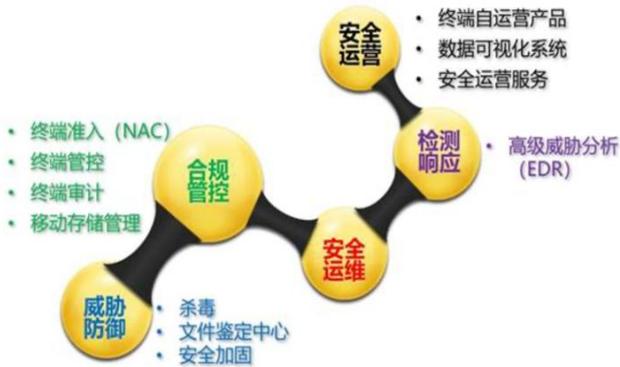
3.2 厚积薄发，引领网安新赛道，融合新技术提供网安产品

3.2.1 守护 5000 万政企终端客户，奇安信天擎不断自我突破

天擎一体化终端管理系统为奇安信王牌安全产品，通过不断升级创新提供更好的服务。奇安信拥有最庞大的终端安全市场，且天擎营收一直保持增长趋势。截至 2019 年奇安信天擎系统营收达到了 4.2 亿元，2018 年比 2017 年增加了 69.2%，2019 年比 2018 年增长了 122.0%。技术方面，奇安信天擎以零误报、100% 多样化样本检出率于 2020 年通过国际杀毒软件评测机构 Virus Bulletin 的 VB100 评测，反病毒能力得到了专业认可，正式加入全球顶级反病毒厂商俱乐部；同年奇安信天擎通过了国际知名第三方网络安全服务机构赛可达的实验室威胁检测能力测试，成为国内唯一一个通过此项检测的终端安全管理产品。天擎一直在通过不断升级和创新产品提供给客户更好的技术支持和服务。

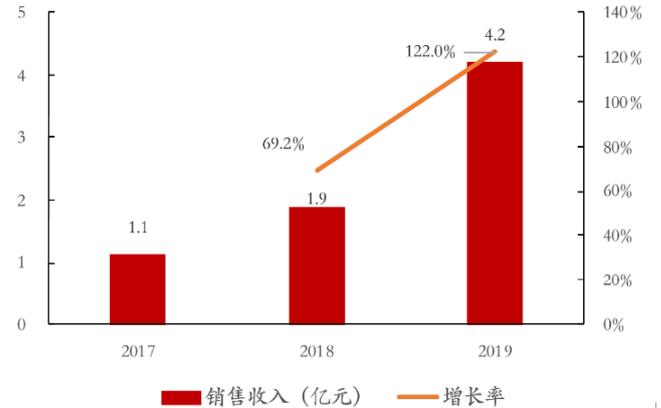
用户份额不断扩大，奇安信天擎守护 5000 万客户终端安全。奇安信公司推进了行业重点客户的销售，连续中标多个行业龙头企业。2020 年 8 月公司独家中标中国联通集团终端安全管理项目，范围覆盖中国联通全国 31 省公司和专业公司的近 50 万终端，是目前国内最大规模的终端安全项目之一，极大地带动了产品销量；另一方面，随着公司对产品的持续创新，奇安信开发了信创终端防护等安全防护产品，受到了客户认可，产品单价不断上涨。截至目前，奇安信帮助政府、企业、金融、医疗等行业超过 5000 万终端，日均检测、拦截病毒 1500 万次，为政企客户最坚实的安全保障伙伴。

图 36: 奇安信天擎一体化终端管理系统产品概述



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

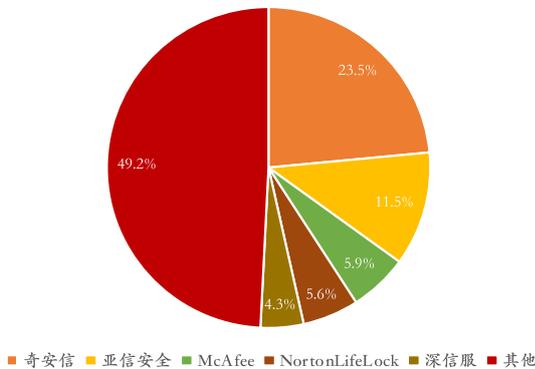
图 37: 天擎一体化终端管理系统销售额及增长率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

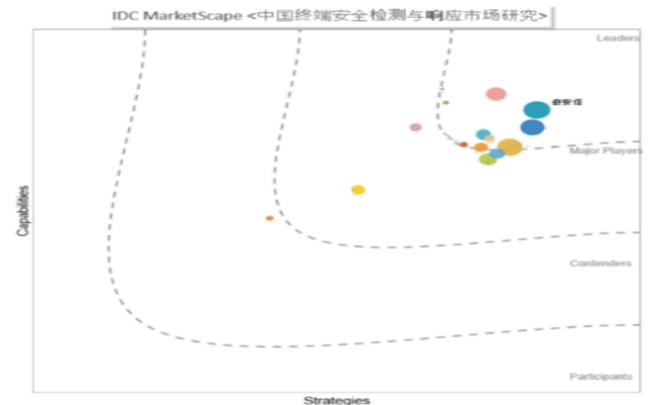
奇安信终端安全软件市场份额占有量第一。随着天擎营收屡创新高, 其所在的终端安全软件市场市场占有率也不容小觑。2019 年中国 IT 安全软件市场厂商整体收入为约合 81.2 亿元, 较 2018 年增长 24.7%。奇安信以 23.5% 的市场份额连续两年在终端安全领域排名首位, 并与第二名亚信安全的 11.5% 拉开差距, 是毫无疑问的企业级终端安全市场的领军者。IDC 发布的终端安全检测与响应市场研究基于未来能力规划、功能特性等多个指标进行评估, 结果显示奇安信位居领导者象限, 策略和市场份额双第一, 坐稳市场龙头地位。

图 38: 2019 年中国终端安全软件市场份额



数据来源: IDC, 西南证券整理

图 39: 中国终端安全检测与响应市场研究



数据来源: IDC, 西南证券整理

3.2.2 政企专用感知平台, 打造"事"与"势"兼顾的专业预警预测安全产品

奇安信专为政企客户打造的感知与安全运营管理平台。2020 年奇安信推出了基于大数据的"AI+安全"挖掘技术, 此技术拓展了感知平台的网络攻防态势安全分析能力。公司结合逻辑推演和机器学习, 将政企用户的需求进行整合, 并深度分析潜在攻击者行为规律, 从而构建出专门针对政企用户的多维风险评估预警体系。感知与安全运营管理平台可以将已知“定性”风险量化, 预测并计算潜在风险态势。

图 40: 态势感知与安全运营平台



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 41: 态势感知与安全运营平台架构



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

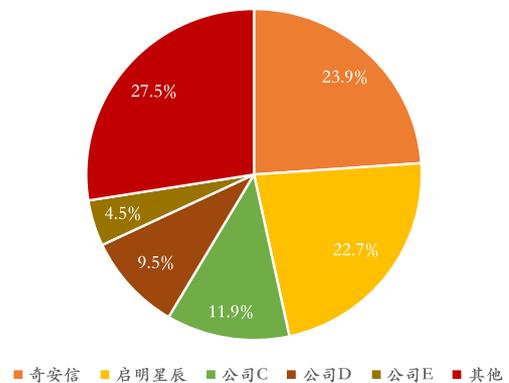
网、公、电三行业合作管理, 奇安信业务线不断扩张。2017年-2019年, 政企感知与安全运营管理平台营收呈增长趋势, 三年销售收入分别为 0.2 亿元、0.5 亿元和 1.4 亿元; 2018 年较 2017 年增长率 129.1%, 2019 年较 2018 年增长率 159.7%。2019 年中国安全管理平台市场规模达到 24.3 亿元, 较 2018 年增长了 32.9%。其中奇安信市场份额排名第一位, 市场占有率达到 23.9%, 启明星辰紧随其后, 市场占有率达到 22.7%。目前, 奇安信探索出了网信、公安、电子政务三行业合作共建共管的新管理模式。以网信部门作为牵头单位, 联合公安局为地级市监管单位合建样板工程, 实现了全市感知平台共建、信息共享和协同共管, 客户需求大大增加并拓宽了产品业务线。

图 42: 态势感知与安全运营平台架构销售额及增长率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

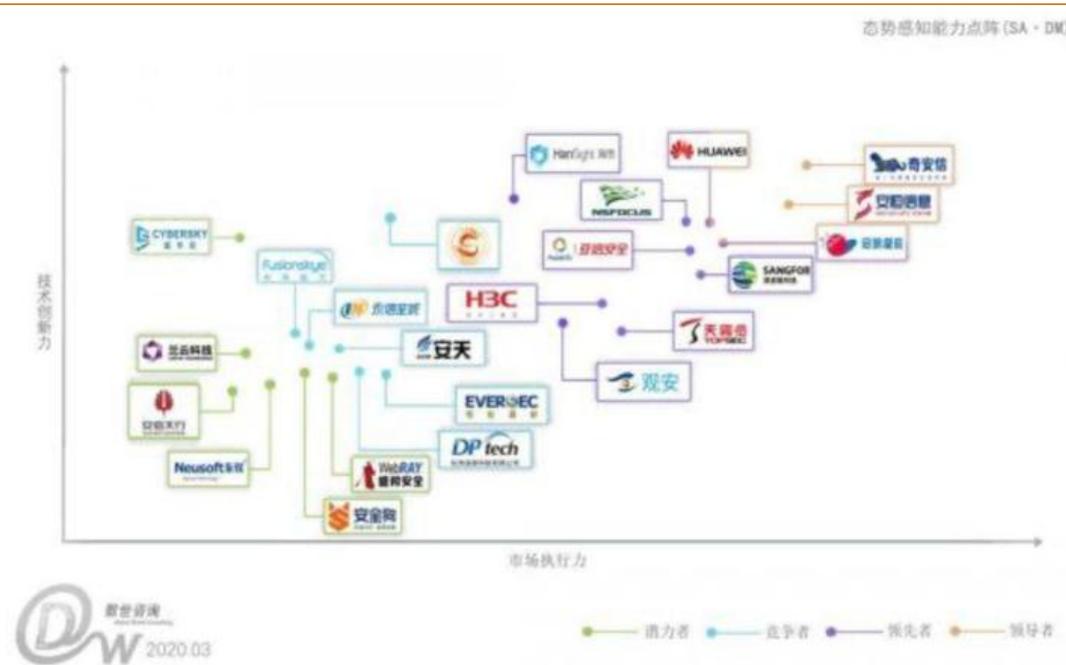
图 43: 2019 年中国安全管理平台市场份额



数据来源: IDC, 西南证券整理

“态势感知”能力行业领先, 多次参与国家级响应活动。数世咨询于 2020 年发布的《网络安全态势感知能力指南》中肯定了奇安信的行业地位, 技术创新力和市场执行力表现优秀, 实现双第一佳绩。奇安信态势感知平台一直是国家级重大活动网络安保的独家支撑平台, 在疫情期间也贡献出了自己的力量: 在极短的时间内, 构建了 20 多个数据分析模型, 运行处理了几十亿条数据, 精准的绘制了“疫情态势图”, 为阻断疫情传播提供了强大的技术保障。

图 44：态势感知能力点矩阵



数据来源：数世咨询，西南证券整理

3.2.3 云安全产品初呈规模，自适应安全软件提供完整防护框架

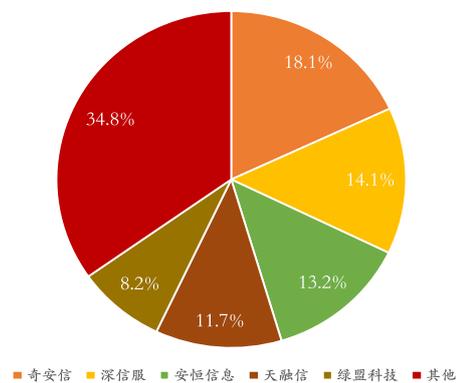
云安全管理业务未来将成为拉动奇安信收入的引擎。2019 年 IDC 中国安全资源池厂商市场份额排名显示，奇安信云安全管理平台凭借 18.1% 的市场份额，位列国内第一名。奇安信公司云安全管理平台销售收入近年来呈现高速增长状态。奇安信仅用了短短 3 年就将云安全管理平台的销售额从 141.5 万迅速提升至 6723.8 万元。具体来说，2018 年-2017 年产品销售额高达 902.5%，2019 年较 2018 年增长率也达到了 374.0%。奇安信公司抢占云安全领域市场份额 6.61%，云安全产品已成为奇安信的主要营收来源，具有高度市场竞争力。

图 45：云安全产品管理平台销售额及增长率



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 46：2019 年中国安全资源池厂商市场份额



数据来源：IDC，西南证券整理

从产品层面看，公司秉持“安全产品服务化、安全能力一体化、安全运营自动化”的产品研发理念。奇安信所研发的“预防—防御—监测—响应”立体的云安全防护架构使得产品安全系数得到了有效保障。目前云计算市场处于高速增长期，大企业对于云平台的安全性保障需求与日俱增。奇安信云安全管理平台通过 SecFV 安全功能虚拟化，为用户提供丰富的云安全防护资源。具体来讲，奇安信开发基于云计算的云安全运营产品，为云平台 and 云用户提供风险评估和安全防护等综合云安全防护能力，并为云运营方和云租户提供便捷的运营功能。

从资源层面看，奇安信云安全管理平台已与多个云平台实现了兼容。具体来说，奇安信云安全管理平台已经与 VMware、青云等公司旗下数十个云平台实现了系统兼容，目前奇安信在政务云、金融云等云领域的安全建设中已经积累了大量实践案例。其云安全管理平台可适配麒麟软件、飞腾等软硬件及操作系统，软件的兼容适配实现了对各种外部安全能力的无缝对接支持，公司有望继续扩大客户群体。

图 47：云安全产品管理平台架构图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

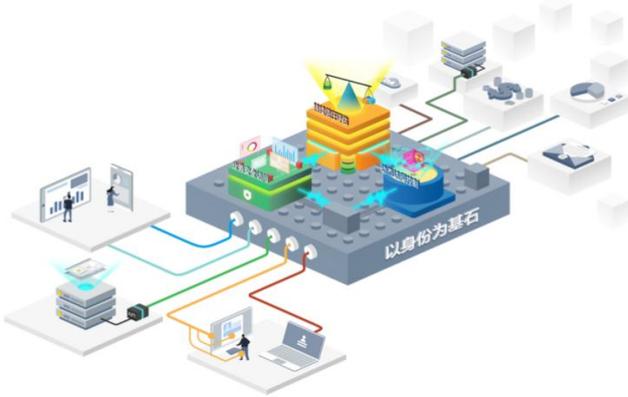
3.2.4 零信任架构变革，奇安信抢占市场先机

企业边界逐渐瓦解，零信任架构开创以身份为基石的动态访问控制。传统安全架构基于边界思维，将企业内网与外界网络隔绝以保护企业网络安全。企业为了升级现有的系统，开始引入云计算、物联网等新兴技术，网络安全的边界就变得模糊化，难以判断安全界限。以 APT 攻击所代表的的外部网络攻击通过攻击各种漏洞来突破企业的边界，使得传统安全防护手段力不从心。另一方面，企业内部的非授权访问和数据窃取行为也在不断挑战企业信息防护的安全性能。奇安信公司从中嗅到了商机，发起了国内首个零信任安全架构的国家标准《信息安全技术零信任参考体系架构》。

新赛道竞争格局较为分散，目前奇安信行业市场占有率排名第一。零信任认为网络环境是不可信任的，这样的理念天然适用于云环境和物联网安全渗透搭建。零信任架构通过动态访问技术控制访问领域，通过判定层对于权限和约束进行实时监控，以巩固端到端的逻辑身份边界。奇安信公司研发了以身份作为识别的动态访问控制的安全产品，于 2019 年成功销

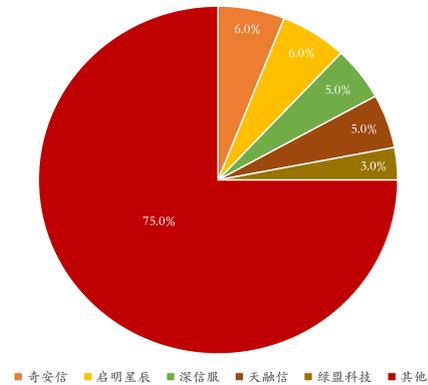
售 42 套产品, 当年创收 1253.6 万元, 成为了国内零信任架构开创者。目前零信任产品市场较为分散, 2019 年奇安信与启明星辰并列为“零信任”市场占有率第一名, 市场占有率 6.0%。

图 48: 零信任身份安全解决方案



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 49: 零信任产品市场份额



数据来源: IDC, 西南证券整理

疫情催生完善远程办公系统, 零信任安全产品营收有望迅速增长。因为疫情的不断反复, 远程办公逐渐成为一种常态化的办公模式。传统的远程办公接入方式多采用网络边界单点增强, 并不能解决目前可能面临的系统性环境带来的网络安全威胁问题。奇安信零信任产品解决方案旨在提供更完善的网络安全解决方案, 在远程办公领域具有一定优势。具体来说, 奇安信零信任产品解决方案打破安全边界定义且不区分内外网, 以身份认证为核心体系, 梳理访问资产访问路径和不同步场景, 以达到保护政企用户核心业务和数据资产的目的。随着远程办公的不断完善, 奇安信的零信任安全产品也会随着企业远程办公产品安全需求的增加而扩大销售范围。另一方面, 根据 Gartner 预测, 2022 年将有 80% 面向生态合作伙伴的新数字业务应用采用零信任网络访问, 国内零信任结构领域供应商缺失, 龙头奇安信公司的市场占有率进一步增加。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司新赛道网安产品主要分为应用在新场景下的网安产品和用新技术做网安的产品。面向新场景的安全产品的解决方案主要应用在云、大、物、移的场景——云安全、大数据安全隐私保护、物联网安全、工业互联网的安全解决方案。新技术做网安防护的产品是指用大数据、人工智能提升安全检测效果, 比如态势感知、威胁情报等等。新赛道的网安产品和服务是带动公司持续增长的主要支撑。随着客户 IT 架构的升级, 被暴露的攻击面增多, 基于新的应用场景下的网安产品需求迎来了爆发式的增长。同时, 客户对于网安产品的需求也正在从以往的形式化合规向攻防实战化效果转变。公司作为行业龙头企业, 能够为客户提供体系化的网安解决方案, 而体系化的主动防御离不开大数据、人工智能等新技术来对企业安全大数据进行搜集、研究、分析。我们预计新赛道安全产品及服务是网安行业未来 3-5 年的重要发展趋势, 公司 2020 年大力投入新赛道网安产品业务, 增加了数条产品线, 市场份额进一步提升。我们预计公司新赛道网安产品和服务都将维持较高增速, 假设 2021-2023 年

新赛道网安产品订单量增速分别为 70%、70%、65%，安全服务订单量增速分别为 75%、70%、65%；

假设 2：公司传统网安产品业务主要是防火墙、VPN、IDS、IPS 等传统硬件盒子产品，随着客户需求逐渐转向新赛道产品服务，传统网安产品业务将维持 15%左右的增速。公司硬件产品业务多为集成业务，旨在提升盈利能力，未来公司将逐渐收紧该业务的发展，我们预计公司硬件业务增速会逐渐下降。假设 2021-2023 年传统网安产品订单量增速为 18%、15%、15%，硬件产品业务订单量增速为-5%、-10%、-10%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 10：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
新赛道网安产品	收入	1650.0	2805.0	4768.5	7868.0
	增速	83.7%	70.0%	70.0%	65.0%
	毛利率	85%	85%	85%	85%
传统网安产品	收入	1171.8	1382.7	1590.1	1828.7
	增速	14.7%	18.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	60%	60%	60%	60%
安全服务	收入	646.1	1130.6	1922.1	3171.4
	增速	75.9%	75.0%	70.0%	65.0%
	毛利率	63.3%	64%	64%	64%
硬件集成业务	收入	685.6	651.3	586.2	527.6
	增速	-0.3%	-5.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	4.1%	4%	4%	4%
其他业务	收入	7.7	8.4	8.9	9.3
	增速	60.1%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	42.5%	43%	43%	43%
合计	收入	4161.2	5978.1	8875.8	13405.0
	增速	31.9%	43.7%	48.5%	51.0%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取网络安全行业中的三家可比公司，2021 年三家公司平均估值为 66 倍，考虑到政策不断推进网安行业发展，公司积极布局多个新型网安应用场景，且与下游大客户深度绑定，未来公司新场景网安产品服务业务将迎来爆发式的增长，由于公司与可比公司中的安恒信息都属于深度布局新场景网安产品服务赛道的公司，在未来产品业务收入将持续维持高速增长，且我们预计公司今年能够完成扭亏为盈，我们认为公司估值可用 PS 估值法更准确，且我们预计公司 PS 估值水平向安恒信息的 18 倍 PS 看齐。

表 11: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PS (倍)
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	TTM
688023.SH	安恒信息	331.57	1.81	2.58	3.72	5.52	143.66	126.00	87.54	58.96	17.47
300369.SZ	绿盟科技	21.81	0.38	0.52	0.69	0.89	40.50	42.26	31.59	24.36	8.08
002439.SH	启明星辰	31.43	0.86	1.11	1.40	1.75	33.92	31.41	24.95	20.00	7.51
平均值							72.69	66.57	48.03	34.44	11.02

数据来源: Wind, 西南证券整理

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 -0.10 元、0.53 元、1.27 元。考虑到政策不断推进网安行业发展, 公司积极布局多个新型网安应用场景, 且与下游大客户深度绑定, 未来公司新场景网安产品服务业务将迎来爆发式的增长, 给予公司 2021 年 18 倍 PS, 对应目标市值 1076 亿元, 首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

政策风险、下游客户预算收紧风险、订单增速不及预期的风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4161.17	5978.11	8875.76	13404.99	净利润	-340.74	-69.74	384.69	915.36
营业成本	1682.27	2510.81	3550.30	5361.99	折旧与摊销	196.95	94.51	94.51	94.51
营业税金及附加	38.80	57.91	84.90	128.77	财务费用	-21.58	15.23	22.61	34.15
销售费用	1320.08	2002.67	2573.97	3619.35	资产减值损失	-60.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	526.18	1494.53	2218.94	3217.20	经营营运资本变动	-420.53	-907.63	-883.18	-1541.91
财务费用	-21.58	15.23	22.61	34.15	其他	-41.99	-29.35	-30.65	-22.55
资产减值损失	-60.68	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-688.56	-896.98	-412.01	-520.45
投资收益	181.96	2.43	2.56	2.99	资本支出	24.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	38.10	19.05	22.22	23.81	其他	-647.34	21.48	24.78	26.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-622.56	21.48	24.78	26.80
营业利润	-326.29	-81.55	449.82	1070.34	短期借款	13.53	-13.53	0.00	0.00
其他非经营损益	-16.71	-0.04	0.22	0.51	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-343.01	-81.59	450.04	1070.85	股权融资	5287.69	0.00	0.00	0.00
所得税	-2.27	-11.85	65.35	155.49	支付股利	0.00	66.87	13.02	-72.20
净利润	-340.74	-69.74	384.69	915.36	其他	24.21	-528.66	458.87	-34.15
少数股东损益	-6.37	-4.62	23.68	53.76	筹资活动现金流净额	5325.43	-475.31	471.90	-106.35
归属母公司股东净利润	-334.37	-65.12	361.01	861.60	现金流量净额	4014.31	-1350.82	84.66	-599.99
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5273.80	3922.98	4007.64	3407.65	成长能力				
应收和预付款项	2281.66	3705.42	5209.94	7912.92	销售收入增长率	31.93%	43.66%	48.47%	51.03%
存货	605.47	919.29	1309.01	1973.76	营业利润增长率	39.07%	75.01%	651.60%	137.95%
其他流动资产	502.80	355.71	528.12	797.62	净利润增长率	38.38%	79.53%	651.60%	137.95%
长期股权投资	639.53	639.53	639.53	639.53	EBITDA 增长率	59.57%	118.68%	1910.94%	111.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1281.37	1213.41	1145.46	1077.50	毛利率	59.57%	58.00%	60.00%	60.00%
无形资产和开发支出	1257.55	1240.09	1222.62	1205.15	三费率	43.85%	58.75%	54.25%	51.25%
其他非流动资产	582.15	573.06	563.97	554.87	净利率	-8.19%	-1.17%	4.33%	6.83%
资产总计	12424.32	12569.48	14626.29	17569.01	ROE	-3.40%	-0.73%	3.70%	8.15%
短期借款	13.53	0.00	0.00	0.00	ROA	-2.74%	-0.55%	2.63%	5.21%
应付和预收款项	1482.71	2203.58	3095.66	4697.57	ROIC	-9.17%	-1.25%	7.20%	13.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-3.63%	0.47%	6.39%	8.94%
其他负债	905.83	859.95	1145.48	1643.14	营运能力				
负债合计	2402.07	3063.53	4241.14	6340.71	总资产周转率	0.43	0.48	0.65	0.83
股本	679.62	679.62	679.62	679.62	固定资产周转率	5.64	4.79	7.53	12.06
资本公积	11794.91	11794.91	11794.91	11794.91	应收账款周转率	2.64	2.68	2.73	2.75
留存收益	-2498.80	-2497.05	-2123.02	-1333.62	存货周转率	2.46	3.24	3.17	3.26
归属母公司股东权益	10007.67	9495.99	10351.50	11140.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.93%	—	—	—
少数股东权益	14.58	9.96	33.65	87.40	资本结构				
股东权益合计	10022.25	9505.95	10385.15	11228.31	资产负债率	19.33%	24.37%	29.00%	36.09%
负债和股东权益合计	12424.32	12569.48	14626.29	17569.01	带息债务/总负债	0.56%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.88	3.08	2.72	2.28
					速动比率	3.61	2.76	2.39	1.96
					股利支付率	0.00%	102.69%	-3.61%	8.38%
					每股指标				
					每股收益	-0.49	-0.10	0.53	1.27
					每股净资产	14.73	13.97	15.23	16.39
					每股经营现金	-1.01	-1.32	-0.61	-0.77
					每股股利	0.00	-0.10	-0.02	0.11
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	-150.91	28.19	566.94	1198.99					
PE	-196.75	-1010.21	182.23	76.35					
PB	6.57	6.93	6.36	5.90					
PS	15.81	11.00	7.41	4.91					
EV/EBITDA	-397.81	2176.90	108.10	51.62					
股息率	0.00%	—	—	0.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn