

## 奇安信 VS 深信服 VS 启明星辰

### 2021 年 8 月跟踪，网络安防产业深度梳理

今天，我们来跟踪网络安全产业的近期情况。

和之前的跟踪报告不同，我们此次将各家可比公司业务，根据传统产品、新兴产品、安全服务三部分做拆分，并将拆分后的情况做对比。

之所以这样拆分，是因为在跟踪过程中，我们越来越明确的感知到，网络安防的未来格局和增长预判，将大概率取决于新兴业务的占比和增长情况。谁在新兴业务方面布局更早、更多，谁的未来增长，可能会越快。在拆分过程中，传统产品，主要指传统终端安全产品、防火墙、UTM 等边界安全产品；新兴产品，主要指用于新安全场景（如云安全、工控安全、移动安全等）或使用新安全技术（框架）（如 AI、大数据、零信任等）的产品。

从未来空间和成长性上看，新兴产品和安全服务，要优于传统产品。

**深信服**——2021 年一季度，实现收入 10.92 亿元，较上期增长 79.37 %；净利润-0.96 亿元，同比增长 50.40%。

**奇安信**——2021 年上半年，实现收入 14.56 亿元，较上期增长 44.54%；净利润-9.25 亿元，同比下降 30.40%；归母净利润-9.22 亿元，同比下降 33.17%，主要是计提股权支付费用所致。

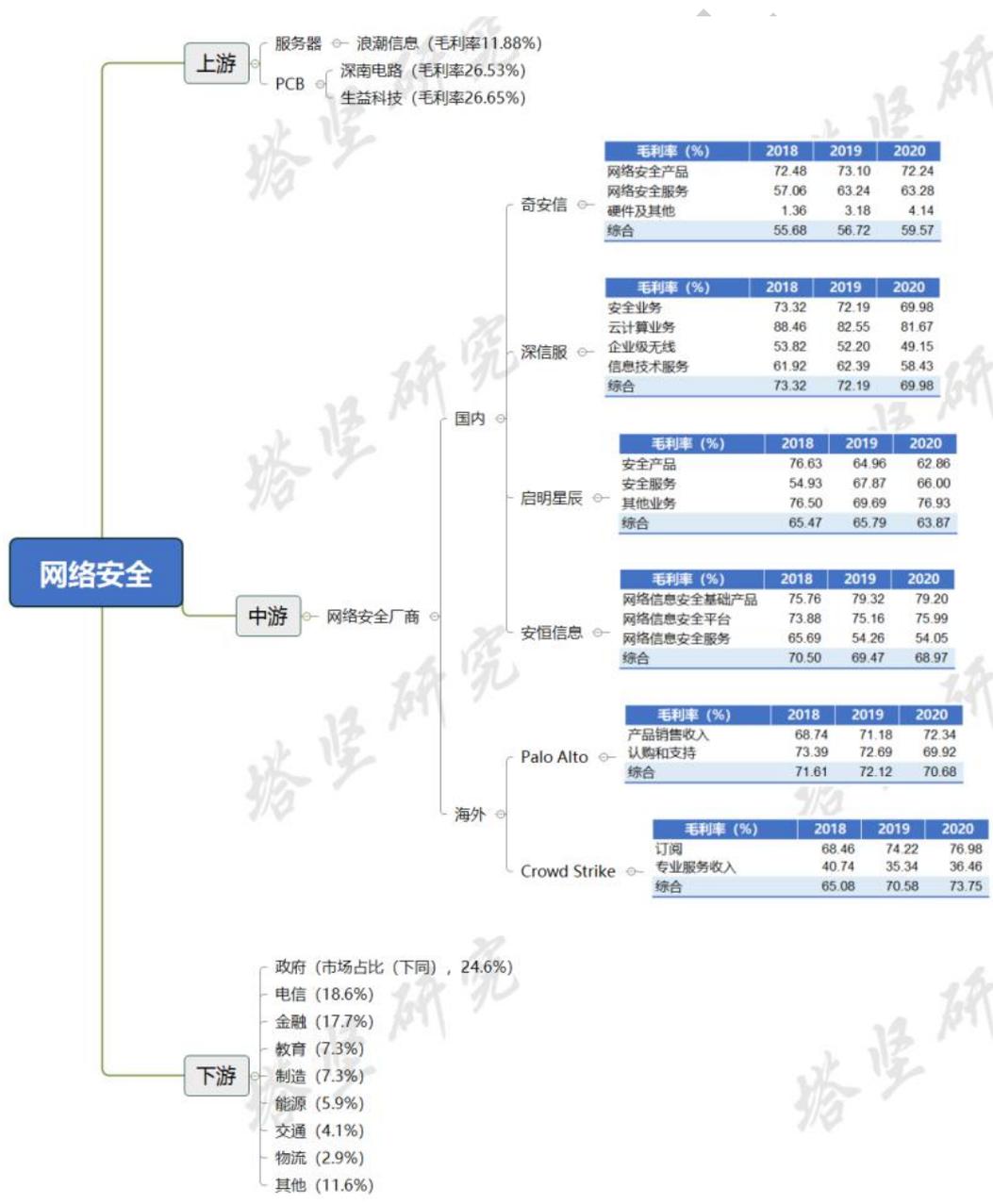
**启明星辰**——2021 年上半年，实现收入 12.12 亿元，较上期增长 60.61%；净利润-1.05 亿元，同比下降 338.6%，归母净利润-1.07 亿元，同比下降 401.92 %，主要是渠道费用投入增加。

**从机构对行业增长的预期情况来看：**

**深信服**——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模大约为 76.50 亿元、102.70 亿元、135.51 亿元，同比增速为 40.16%、34.24%、31.95%，归母净利润分别为 10.6 亿元、14.22 亿元、19.18 亿元，增速 31.45%、33.70%、34.85%。

**奇安信**——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模大约为 58.82 亿元、81.24 亿元、110.17 亿元，同比增速为 41.35%、38.07%、35.92%，归母净利润分别为-0.29 亿元、3.69 亿元、8.33 亿元，增速大约为 91.41%、1385.96%、125.65%。

**启明星辰**——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模大约为 46.92 亿元、58.99 亿元、72.29 亿元，同比增速为 28.67%、25.71%、22.55%，归母净利润分别为 10.21 亿元、13.01 亿元、16.27 亿元，归母利润增速 27.00%、27.43%、25.06%



图：网络安全产业链

来源：赛迪咨询、塔坚研究

## 网络安全产业链，其上中下游，依次为：

上游——服务器、工控机、数据库、基础元器件（PCB 等）、操作系统供应商，代表公司包括浪潮信息、Oracle、深南电路、生益科技。

中游——网络安全厂商，海外代表公司包括 Palo Alto、Symantec、Check Point、Crowd Strike、McAfee，国内代表公司为奇安信、深信服、启明星辰、安恒信息、三六零等。此外，部分公有云厂商、网络设备厂商也涉及安全业务，比如阿里、腾讯、思科、华为、新华三等。

下游——为 toG、企业客户。其中，toG 客户包括各级行政单位、公检法、卫生服务、教育机构、军方等；企业客户主要包括各类大、中型企业，比如电信、金融、教育、能源等。

## 本次跟踪，有几个值得思考的问题：

1) 三家公司的关键经营数据有什么变动，数据变动背后的逻辑是什么？

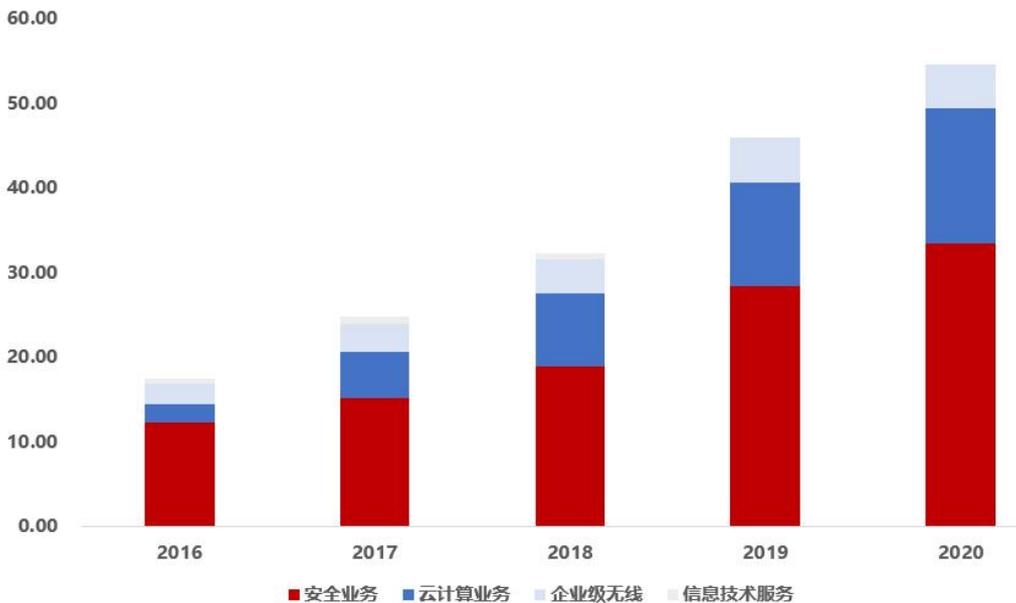
## 2) 这个行业，具备哪些素质，才能建立长期竞争优势？

(壹)

先来看收入体量，2020 年，深信服 (54.58 亿元) > 奇安信 (41.61 亿元) > 启明星辰 (36.47 亿元)。

从收入结构上来看：

1) 深信服——2020 年，61.35%来自信息安全，29.15%来自云计算，9.5%来自基础网络和物联网。



图：深信服收入结构

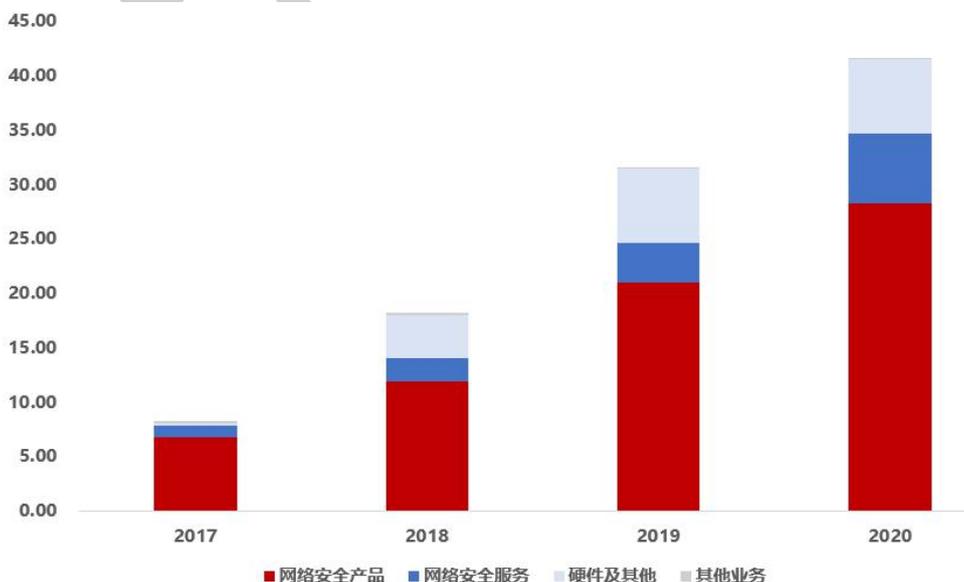
来源：塔坚研究

**2) 奇安信——2020 年，67.81%来自安全产品，15.53%来自安全服务，16.48%来自第三方硬件。**

网络安防行业的增长情况以及未来预判，主要看新赛道产品的情况。新赛道产品越多，未来增长可能会越快。

其中，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，占主营产品收入比例接近 6 成，同比收入增长率在 60%以上。

安全服务业务收入，同比增长达到 75.8%，占主营业务收入的比例由 2019 年的 11.66%提升至 2020 年的 15.56%，其中安全教育收入超过 1 亿元，同比增长 50%以上。

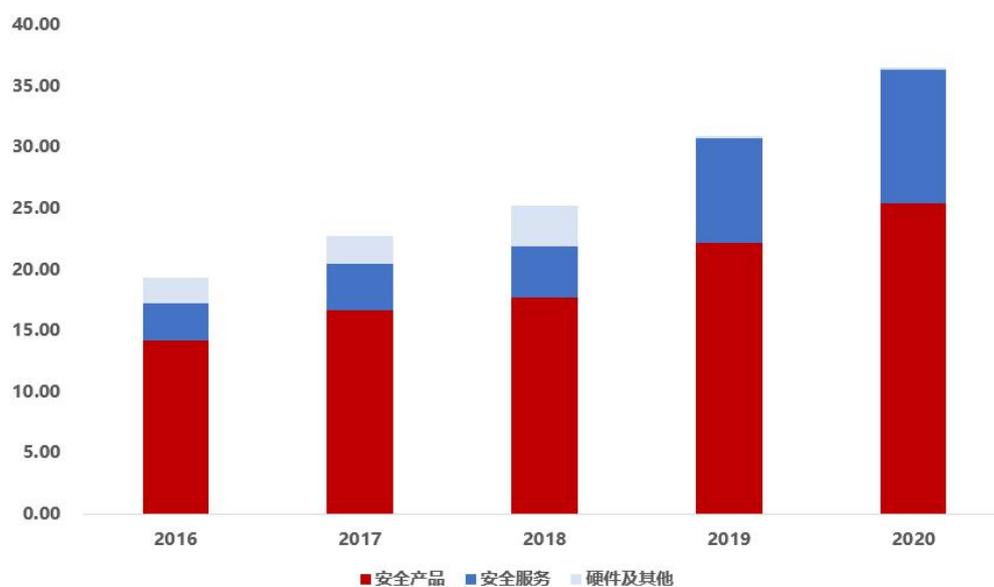


图：奇安信收入结构

来源：塔坚研究

3) 启明星辰——2020 年，收入的 69.51%来自安全产品，30.00%来自安全服务，其他占比 0.49%。

启明星辰于 2017 年开始布局智慧城市安全运营、工业互联网安全和云安全等新业务，2020 年新业务收入达到 10 亿元，占总收入的 27.4%。

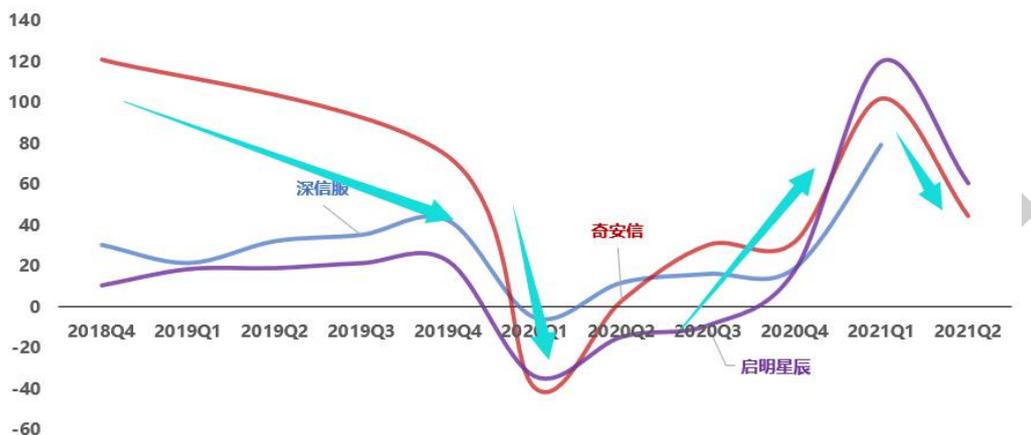


图：启明星辰收入结构图

来源：塔坚研究

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

### 1) 收入增速



图：季度累计收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

三家收入增速趋势大体一致，增速上，奇安信>深信服>启明星辰。

主要是奇安信在销售、研发上大力度投入，近三年研发费用率、销售费用率分别为 36%、37%，扩张节奏比较快；启明星辰过去的发展偏重循序渐进，近三年销售费用率均值为 22.90%。从 2020 年业绩增长来看：

奇安信——2020 年，新赛道产品和安全服务带动公司快速增长，新赛道产品包括两部分，一份是面向云大物移新场景的安全产品；另一部

分是使用安全大数据和人工智能技术提升安全检测和防御效果的产品。

2020 年，新赛道安全产品和服务收入总共约 23 亿元。其中，安全服务占主营收入比例超过 15%，安全新赛道产品收入占主营产品收入接近 60%比例。

从增速上看，安全服务收入增长 75.8%，新赛道安全产品中，细分领域来看：大数据智能安全检测与管控增长 51%，云安全增长 65%，大数据安全与隐私保护增长 60%，零信任安全增长 300%，应用开发安全增长 50%，工控安全增长 30%，几大领域均高速增长。

**启明星辰**——2020 年上半年负增长，下半年收入有所修复，主要是智慧城市安全运营、工业互联网安全和云安全等新兴安全业务表现较出色，2020 年，新业务收入从 6 亿增长到 10 亿元，同比增长 67%，收入占比由 19.42%提升至 27.4%，安全运营中心由 2019 年 30 余个增加到 2020 年超过 75 个。

**深信服**——2020 年 Q1 受卫生事件影响，行业进入低谷，深信服收入受会计准则调整影响约 0.27 亿元，同口径下收入下滑 1%，主要是云计算业务受卫生事件影响较小。

2020 年以来，深信服发布了零信任、SASE、ARM 超融合、大数据智能分析平台、数据库服务平台等 5 款新产品。其中，SASE 将行为管理、VPN、防火墙等产品转化为 SaaS 交付。

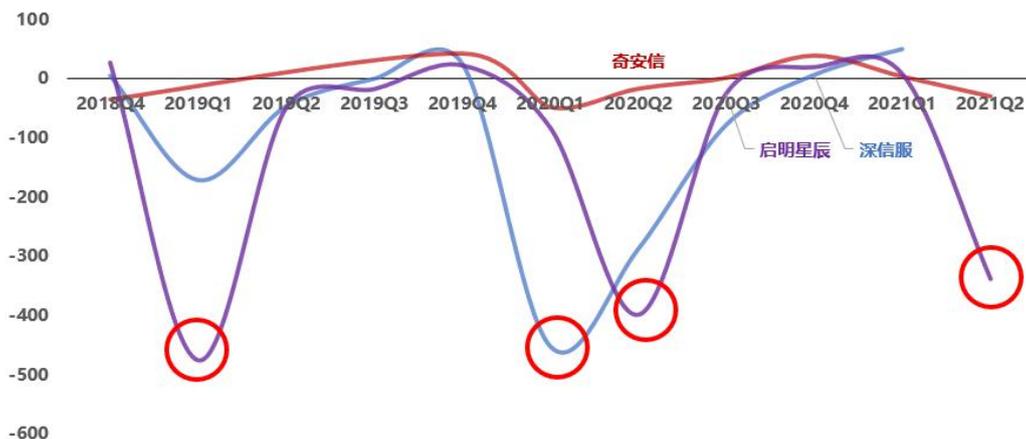


图：深信服 5 大新品和市场空间

来源：华西证券

综上，几家头部安全厂商的增长，均得益于新兴业务放量。

## 2) 净利润增长



图：季度累计利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

三家厂商净利润增速变动趋势差异较大，对比来看，奇安信波动较小，启明星辰、深信服利润增速主要受低基数、季节波动、经营战略以及非经常性损益影响。

此处需要注意季节性情况：网安厂商的终端客户主要来自于机关、公检法司等领域，受客户预算管理和集中采购制度等因素影响，收入主要集中于四季度确认（60%左右），而费用相对刚性，因此前三季度亏损概率较高，导致利润增速波动较大。

分开来看：

**奇安信**——2020 年，净利润亏损收窄，毛利率提升，经营质量改善显著。

**启明星辰**——2019 年 Q1，净利润同比下滑 475.87%，主要是上年同期，其参股公司恒安嘉新核算方法转换，确认投资收益 8300 万元，导致基数较高。2020 年中报，其逆势扩充销售人员，销售费用同比增长 15.42%，加大利润降幅。

2021 年中报，启明星辰净利润增速下降 338.6%，主要是受其战略调整影响，由过去强调利润产出转为加大投入，加强渠道体系建设。

2020 年上半年，其总员工数量较上年同期增加 1100 人至 6000 余人，带动销售费用同比增加 70%，研发费用同比增长 29%，净利润承压。

深信服——2020Q1，净利润大幅下滑，主要是卫生事件背景下，其员工数量及股权激励增加，导致期间费用率同比增长 19.87%。

(叁)

对增长态势有所感知后，我们接着再将各家公司的收入和利润情况拆开，看 2020 年年报数据。

公司名称	营业收入	净利润	销售毛利率	销售净利率	营业收入增速	净利润增速
深信服	54.58	8.09	69.98	14.83	18.92	6.65
奇安信-U	41.61	-3.41	59.57	-8.19	31.93	38.38
启明星辰	36.47	8.10	63.87	22.21	18.04	18.79

图：2020 年年报数据（单位：亿元、%）

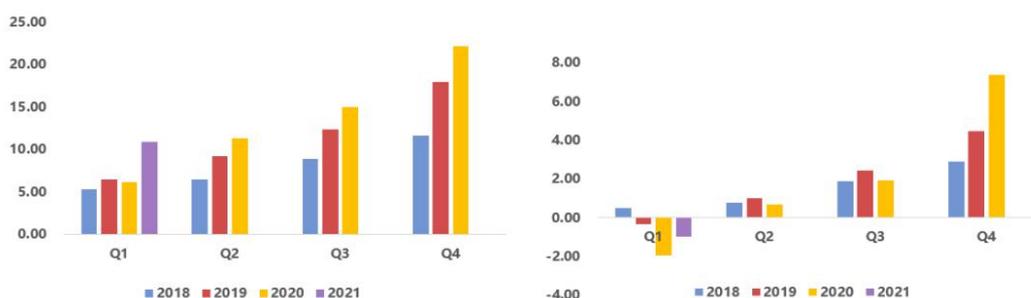
来源：塔坚研究

从 2020 年整体收入规模来看，深信服（54.58 亿元，含云计算收入，安全业务占比 61.35%）>奇安信（41.61 亿元）>启明星辰（36.47 亿元）；收入增速方面，奇安信（31.93 %）>深信服（18.92 %）>启明星辰（18.04 %）。

具体来看：

1) 深信服——2020 年，营业收入为 54.58 亿元，较上年同期增长 18.92%，净利润为 8.09 亿元，同比增长 6.65%。

2021 年一季度，实现收入 10.92 亿元，同比增长 79.37%，相比 2019 年 Q1 增速为 70.09%；净利润-0.96 亿元，同比增长 50.40%，预计是云业务，以及新产品拉动。



图：深信服单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

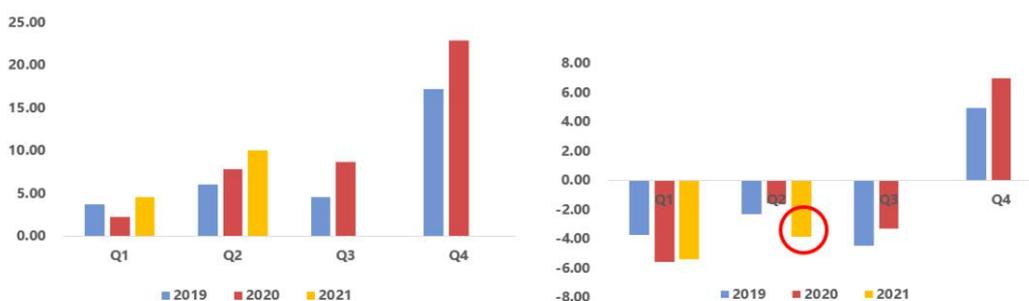
2) 奇安信——2020 年，实现营业收入为 41.61 亿元，较上年同期增长 31.93%，净利润为-3.41 亿元，同比增长 38.38%，归母净利润为-3.34 亿元，同比增长 32.44%。

2021 年上半年，实现收入 14.56 亿元，同比增长 44.54%，主营业务收入增长 45.34%，其中新赛道安全产品同比增长率近 60%；净利润为-9.25

亿元，同比下降 30.40%。亏损有所增加，是其在新赛道产品和核心技术超前投入布局和本期股份支付费用较高导致，扣除股份支付影响，其净利润为-7.75 亿元，同比下滑 9.26%。

根据公告，2020 年上半年，其新赛道安全产品收入占主营产品收入比例超过 70%，同比增长率近 60%，是增长的主要驱动力。

终端安全产品收入超过 2.7 亿元，同比增长 70%，终端 EDR 和终端虚拟化安全增长迅猛；边界安全产品收入超过 2 亿元，同比增长超过 80%；数据安全产品收入 2.8 亿元，同比增长超过 100%，大数据安全与隐私保护及零信任数据安全增长率均超过 60%，电子数据取证收入增长率超过 300%。



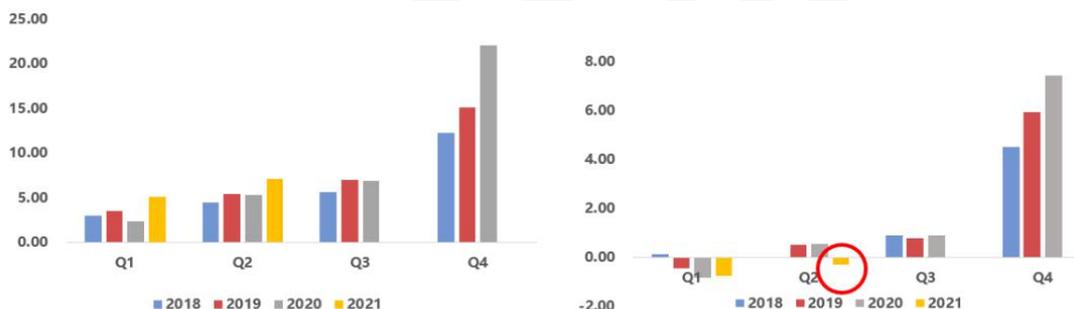
图：奇安信单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

3) 启明星辰——2020 年全年，营业收入为 36.47 亿元，较上年同期增长 18.04 %，净利润为 8.10 亿元，同比增长 18.79%。

2021 年上半年，实现收入 12.12 亿元，较上期增长 60.61%，净利润为 -1.05 亿元，同比下降 338.6%，归母净利润为-1.07 亿元，归母净利润同比下滑 401.92%。收入增长一方面来自云安全、工业互联网安全和安全运营等新业务发展，二是新的长期发展战略下，加强区域和行业市场营销带来的增量。

受前述人员增长影响，其销售费用、管理费用中职工薪酬分别增加 50.96%、26.86%，叠加集成业务占比提升毛利率下滑，当期形成 1.05 亿元亏损。



图：启明星辰单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

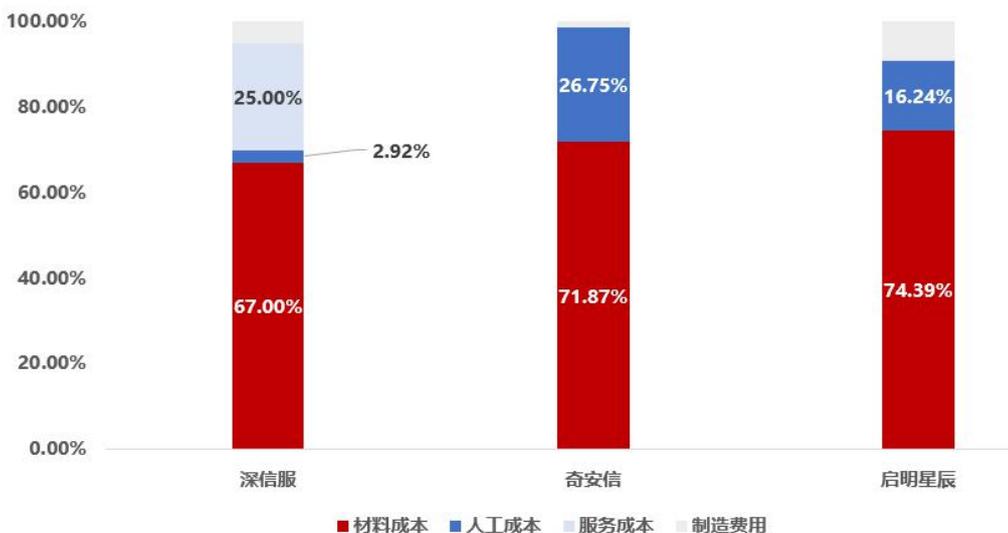
(肆)

对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况：

安全产品以纯软件形态或软硬一体形态出售，其中软件可复制性较高，规模效应下，边际成本较低。

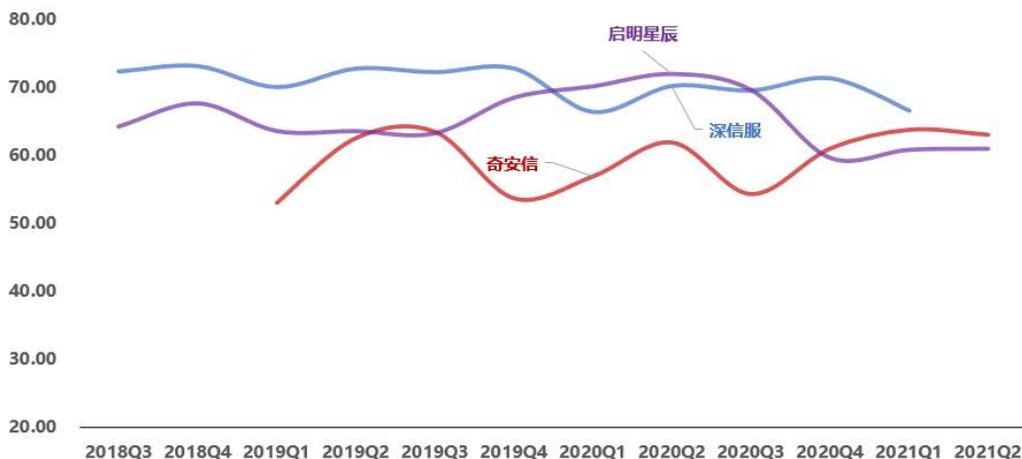
综合来看产品成本，以奇安信为例，直接材料占约 66.75%，人工 30.41%，制造及服务成本 2.85%。直接材料中，服务器和工控设备占比 60%左右，配件 10-20%。

对比三家厂商的成本构成，奇安信和启明星辰材料占比较高，主要是二者均有集成业务，而深信服集成业务较少。



图：可比厂商安全业务成本结构

来源：塔坚研究



图：毛利率（单位：%）

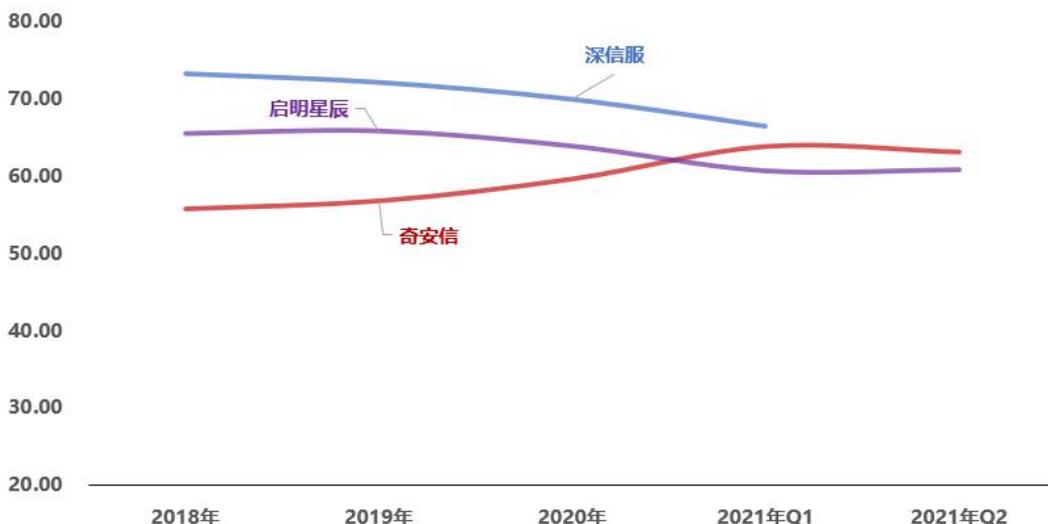
来源：塔坚研究

1) 对比各家毛利率，整体看下来，深信服>启明星辰>奇安信。

2020 年，奇安信毛利率为 59.57%，低于同行，主要与其直营承接的大型系统集成业务有关，一方面该等项目合同金额大，客户（包括中石化、中国电信、山西省公安厅等）议价能力强，另一方面，整体解决方案需要采购大量的第三方硬件，拉低了项目整体毛利率。

而深信服采用“渠道模式+标准化产品”的组合，基本不从事系统集成业务，整体毛利率达到 72.19%，网络安全业务毛利率高达 82.55%。

拉长周期从走势来看，启明星辰、深信服的毛利率均有所下降，而奇安信呈上升趋势，主要与业务布局有关。其中：



图：可比厂商毛利率（单位：%）

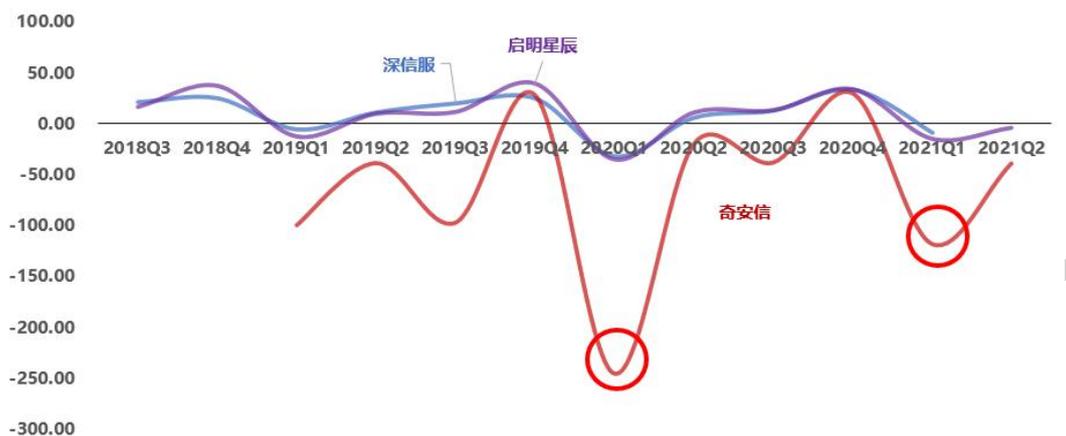
来源：塔坚研究

奇安信毛利率呈上升态势，一方面是集成业务收窄，另一方面是新兴产品占比提升，产品力较强，溢价较高。2020年上半年，奇安信毛利率由60.80%提升至63.29%，毛利率提升接近2.5pct，安全集成业务占收入的比例逐步收窄，由2020年上半年的15.68%降至2021年上半年的12.94%。

2020年，启明星辰随着信创集成业务占比提升，全年毛利率下降1.92pct，2021年上半年，进一步下降3.04pct至60.83%。

深信服毛利率逐渐下滑，主要是毛利率较低的云计算业务占比提升。

2) 从净利率看，深信服和启明星辰接近，奇安信波动较大，主要是销售费用、管理费用（含研发）金额较大，一季度收入较低时，对净利率影响更加明显。



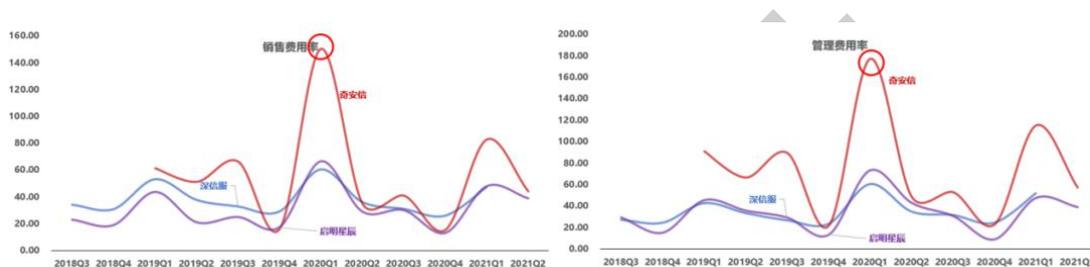
图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

3) 费用率方面，波动比较明显，主要是因为安全厂商收入主要集中在下半年，而销售和研发费用相对刚性，导致费用率呈季节性波动。2020年 Q1，奇安信销售费用、管理费用同比增速分别为 47.39%、17.30%，叠加 Q1 收入季节性下滑，导致费用率大幅提升。

奇安信 2020 年提出以财务毛利为导向的考核体系，全面提升公司营收质量，利用平台化研发提升研发效率，同时加大各项费用管控，减费增效。

2021 上半年，扣除股份支付相关费用，奇安信的研发、销售及管理费用率较 2020H1 分别下降 5.90、8.18 和 2.87 个百分点，合计下降 16.95 个百分点，较 2019H1 合计下降 9.75 个百分点，费用管控效果显著；同时，2021H1 人均创收同比提升 23.6%。



图：可比厂商费用率情况

来源：塔坚研究

(伍)

成本、费用问题都解决后，我们再来看资本支出环节。

网络安全行业以软件为主，资本支出主要用于总部建设、研发基地建设以及测试设备的购置。

从资本支出绝对值看，三家差异不大，近三年资本支出占营收比重均值，奇安信 (7.21%) > 深信服 (7%) > 启明星辰 (5.55%)。

项目	可比厂商	2018	2019	2020	均值
资本支出 (亿元)	深信服	3.15	3.22	2.29	2.89
	奇安信	1.00	2.83	2.98	2.27
	启明星辰	1.25	1.68	2.30	1.74
资本支出占 营收比重	深信服	9.78%	7.02%	4.19%	7.00%
	奇安信	5.49%	8.97%	7.16%	7.21%
	启明星辰	4.94%	5.43%	6.29%	5.55%

图：可比厂商 2020 年资本支出对比（单位：亿元）

来源：塔坚研究

值得注意的是，作为启明星辰新业务，第三方运营发展需要兴建大量城市运营中心，按理来应有大量资本支出，不过其场地除购买自建外，还有租入、使用原有经营网点办公、政府免费提供等来源，从近两年资本支出占营收比重来看，资本支出没有显著增长的趋势。

此外，深信服 2020 年发布信服云品牌，主推云管平台、云原生平台、托管云等，未来可能增加数据中心建设费用。

(陆)

根据赛迪顾问的预测，2020 年我国信息安全市场规模达 749.2 亿元，2021 年预计达 926.8 亿元，2016 年至 2021 年复合增速为 22.48%。

行业增长方面，我们从长期、短期角度分别来看：

### 1) 长期空间——

2018 年，我国网络安全开支占总体 IT 开支的比例为 1.8%，远低于国际平均的 3.74%和美国的 4.78%（IDC 数据），大致相当于全球 2013 年的水平；同时远低于各咨询机构给出的合理占比建议——IDC 给出的为:13.7%；IBM 给出的为 10%；Gartner 给出的为：4~7%。

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

**【版权、内容与免责声明】** 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

**【数据支持】** 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾