

奇安信(688561)

报告日期: 2021年11月10日

深度报告

行业公司研究——计算机应用行业

证券研究报告

# 网络安全领军，新安全、安全服务快速增长

——奇安信首次覆盖报告

✎ 分析师: 田杰华 S1230520110001  
✎ 分析师: 邱世梁 S1230520050001  
✉ tianjiehua@stocke.com.cn

## 报告导读

公司是国内网络安全产业领先企业，市占率稳步提升，新兴安全和安全服务业务快速增长。

## 投资要点

### □ 公司概况：网络安全产业领军，收入持续高增

公司是我国网络安全产业领先企业，第二大股东为中国电子（持股比例20.26%）。2020年营收41.61亿元，2016-2020年CAGR为58.67%，其中公检法司及军工行业的收入占总收入比超过50%。近四年研发费用合计36.34亿元，占累计营收的36.5%，全面布局“研发能力平台化”战略，形成八大研发平台。

### □ 安全产品：行业景气向上，新赛道业务高成长

(1) **网安行业**：2021年，《数据安全法》、《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023年）（征求意见稿）》、《关键信息基础设施安全保护条例》等重要政策陆续发布，行业驱动升级。根据IDC报告，2021年中国网络安全市场规模将达到97.8亿美元，预计2021-2025年CAGR约为17.9%

(2) **安全产品**：形成以大数据智能安全、IT基础设施防护、基础架构安全为主的多系列产品矩阵，2020年，网络安全产品收入占总营收的68%。根据CCIA报告，2020年，公司蝉联我国网络安全产业市占率第一名，市占率为7.8%（2018、2019年市占率分别为：6.1%、6.6%）。

(3) **新兴安全**：2020年，以大数据安全检测与管控、零信任安全、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收入占主营产品总收入的比例接近6成，合计同比收入增速在60%以上。

### □ 安全服务：安服人员2700+，安服行业空间大

(1) **行业趋势**：根据IDC数据，2020年中国网络安全支出中，网络安全服务占比32%，2018年，全球网络安全服务占总网安支出的比值为64%，对比全球，我国网络安全服务占比增长空间大。

(2) **安全服务**：2020年，公司安全服务业务收入6.46亿元，同比增长75.89%，安全服务收入占比为15.56%，同比增长3.9pct。根据IDC报告，2021H1，公司在中国安全咨询服务市场份额为5.1%，第一名（2020年：份额7.2%，第一名）；中国托管安全服务市场份额为8.8%，第一名（2020年：份额12.1%，第二名）。

(3) **竞争优势**：截至2020年末，公司技术支持及安全服务人员2700+名，已经支撑中央政府部门、能源、电力、交通等国家大型部委央企客户，以及各省市的数字城市、政务云、政务大数据等网络安全整体规划设计工作。

### □ 盈利预测及估值

公司是国内网络安全产业领先企业，产品和服务并举，网络安全产业高景气下，公司收入有望持续增长。根据公司目前盈利情况，我们采用PS估值方法，预计公司2021-2023年营业收入分别为60.29、85.79、120.41亿元，给予公司2022年10倍PS的估值，对应未来12个月目标市值858亿元，首次覆盖，予以“买入”评级。

## 评级

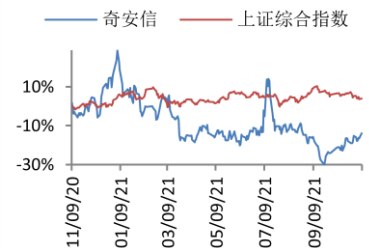
## 买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥90.00

## 单季度业绩

## 元/股

3Q/2021	-0.35
2Q/2021	-0.57
1Q/2021	-0.79
4Q/2020	1.02



## 公司简介

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。

## 相关报告

报告撰写人: 田杰华/邱世梁

联系人: 刘熹

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4161	6029	8579	12041
(+/-)	31.93%	44.89%	42.29%	40.37%
归母净利润	(334)	(85)	233	680
(+/-)	-	-	-	192.41%
每股收益(元)	(0.49)	(0.13)	0.34	1.00
P/E	-182.93	-716.81	262.88	89.90

## 正文目录

<b>1. 公司概况：网络安全产业领军，收入持续高增</b>	<b>6</b>
1.1. 网络安全产业领先企业，中国电子为第二大股东	6
1.2. 强研发投入、高价值市场，网络安全市占率领先	10
1.3. 2016-2020 年营收 CAGR59%，经营效率同步改善	14
<b>2. 安全产品：行业景气向上，新赛道业务高成长</b>	<b>15</b>
2.1. 网络安全产品覆盖面广，占总营收的比例达 68%	15
2.2. 网络安全行业景气向上，公司市场份额持续提升	17
2.3. 核心产品业务规模扩大，新兴赛道收入增速亮眼	18
<b>3. 安全服务：安服人员 2700+，安服行业空间大</b>	<b>22</b>
3.1. 聚焦威胁检测和响应，服务收入占比攀升至 16%	22
3.2. 对标全球，中国网络安全服务支出占比有望提升	23
3.3. 技术支持及安全服务 2700+人，安全服务能力强	25
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>25</b>
4.1. 盈利预测	25
4.2. 估值分析与投资评级	27
<b>5. 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 公司防护体系	7
图 4: 公司各主营业务营收(亿元)	9
图 5: 公司各主营业务营收占比(%)	9
图 6: 公司各主营业务营收增速(%)	10
图 7: 公司各主营业务毛利率(%)	10
图 8: 公司研发组织架构	10
图 9: 公司创新安全理念	11
图 10: 2017-2020 年公司研发支出及占比	11
图 11: 2017-2020 年公司年研发人员数量及占比	11
图 12: 公司分销售模式毛利率及营收占比	12
图 13: 2017-2020 年公司客户构成情况	12
图 14: 2016-2021 年前三季度公司营收及增速	14
图 15: 2016-2021 年前三季度公司归母净利润及增速	14
图 16: 2017—2020 年公司毛利率、净利润	14
图 17: 2017—2019 年公司四项费用率	14
图 18: 公司主要安全产品	16

图 19: 公司代表性产品形态 .....	16
图 20: 2017-2020 年公司网络安全产品收入 .....	16
图 21: 2017-2019 年公司网络安全产品收入结构 .....	16
图 22: 2017-2020 年公司网络安全产品收入结构 .....	17
图 23: 2017-2019 年公司网络安全产品毛利率 .....	17
图 24: 中国网络安全支出及预测 (亿美元) .....	17
图 25: 全球网络信息安全市场规模及预测 (亿美元) .....	17
图 26: 2018-2020 年国内网络安全产业市占率 .....	18
图 27: 2021 年中国网安产业竞争力 50 强 (CCIA50 强) .....	18
图 28: 公司主要基础架构安全产品收入及增速 (亿元, %) .....	18
图 29: 公司主要基础架构安全产品平均单价 (万元) .....	18
图 30: 公司零信任安全解决方案 .....	19
图 31: 中国日志审计产品市场规模预测 (亿元) .....	19
图 32: 公司 IT 基础设施防护主要产品收入 (亿元) .....	20
图 33: 公司 IT 基础设施防护主要产品收入增速 (%) .....	20
图 34: 2020 中国 ICT 技术成熟度曲线 .....	20
图 35: 2020 年中国安全资源池厂商市场份额 .....	20
图 36: 2020 年中国安全分析、情报软件市场份额 .....	21
图 37: 2018-2020 年中国终端安全软件市场份额 .....	21
图 38: 2015—2022 中国云安全市场规模及预测 (亿元) .....	21
图 39: 公司大数据安全检测与管控主要产品收入 (亿元) .....	22
图 40: 公司大数据安全检测与管控产品平均单价 (万元) .....	22
图 41: 2016-2021 中国大数据安全市场规模 (亿元) .....	22
图 42: 2019 中国安全管理平台市场份额 .....	22
图 43: 奇安信主要安全服务及分类 .....	23
图 44: 2017-2020 年公司网络安全服务收入及增速 .....	23
图 45: 公司网络安全服务成本结构及毛利率 .....	23
图 46: 2016-2021E 中国网络安全市场结构及预测 .....	24
图 47: 中国和全球网络安全市场结构对比 .....	24
图 48: 2020-2021H1 中国 IT 安全咨询服务市场份额 .....	24
图 49: 2020-2021H1 中国托管安全服务市场份额 .....	24
图 50: 公司入围 Forrester 亚太安全咨询服务报告 .....	25
图 51: MarketScape 中国托管安全服务市场厂商评估, 2021 .....	25
表 1: 公司网络安全产品 .....	7
表 2: 公司网络安全服务 .....	9
表 3: 公司核心产品国内市场份额 .....	12
表 4: 公司新兴领域布局 .....	13
表 5: 公司八大研发平台 .....	15
表 6: 公司的网络安全服务能力 .....	25
表 7: 公司业务收入预测拆分 (单位: 亿元) .....	26
表 8: 公司业务毛利率预测 (单位: %) .....	27
表 9: 公司费用率预测 (单位: %) .....	27
表 10: 可比公司估值 .....	28

表附录：三大报表预测值 .....29

## 1. 公司概况：网络安全产业领军，收入持续高增

### 1.1. 网络安全产业领先企业，中国电子为第二大股东

奇安信是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，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，并保持持续的研发创新，拥有以实战攻防为核心的安全能力。

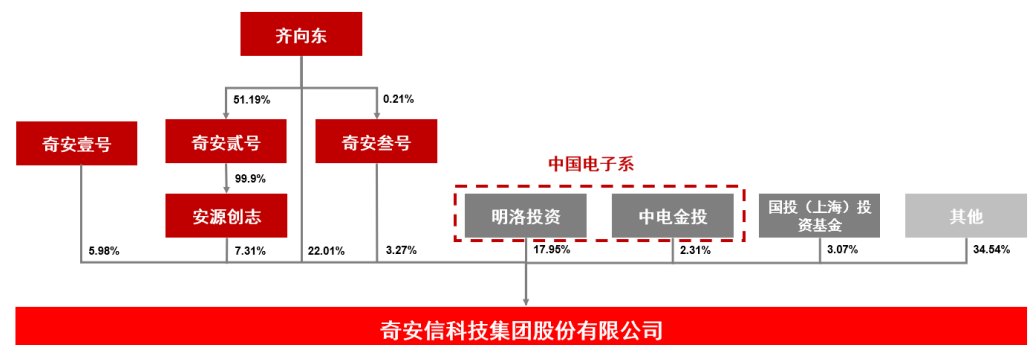
图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

CEC 为第二大股东，股权激励充分。公司控股股东及实控人为齐向东，直接持有公司 25.89% 的股份，通过其控制的安源创志、奇安叁号间接控制公司 12.45% 的股份，合计控制公司 38.34% 的股份；公司第二大股东为中国电子，通过其控制的明洛投资、中电金控间接控制公司 20.26% 的股份。2020 年 11 月，公司通过股权激励计划，面向高管及核心技术人员等 1147 名激励对象。

图 2：公司股权结构图

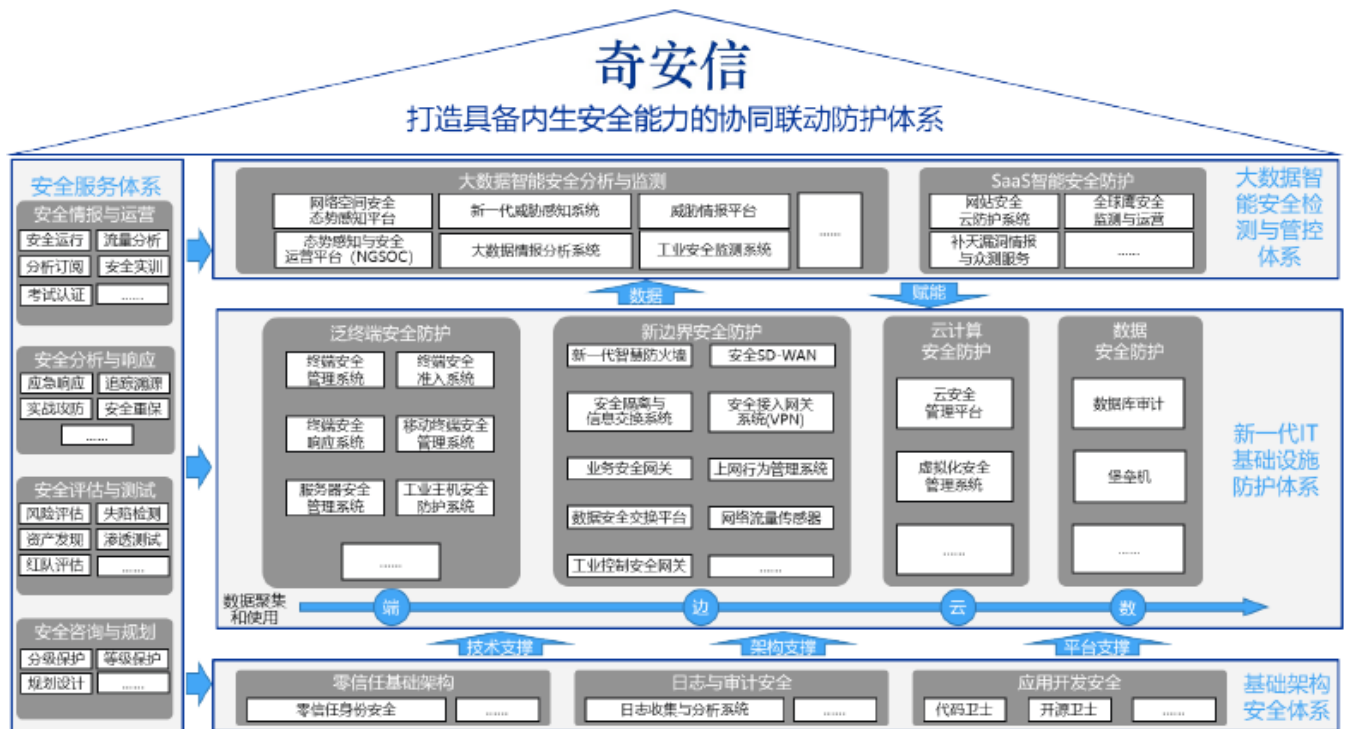


资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司在网络安全产业布局全面。根据 2021 年 3 月安全牛发布的第八版中国网络安全行业全景图，公司的产品线覆盖 13 个一级安全领域和 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，同时在泛终端安全、态势感知、高级威胁检测、数据隐私保护、云安全、代码安全、SD-WAN、工业互联网安全、零信任身份安全、车联网安全、物联网安全等新领域、新赛道进行重点布局。



图 3：公司防护体系



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司三大业务模块：网络安全产品、网络安全服务、硬件及其他。

- 1) **安全产品**包括基础架构安全产品、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等。
- 2) **安全服务**系公司根据客户的实际需求，为客户提供的技术、咨询及安全保障等服务，包括安全咨询与规划、评估与测试、分析与响应、订阅式威胁情报与远程托管式安全运营等。
- 3) **硬件及其他**业务系公司在为客户提供体系化网络安全解决方案的过程中涉及到的政企客户信息化配套改造类项目，基于客户需求为客户外采第三方硬件产品并销售给对方的业务。

表 1：公司网络安全产品

一级分类	二级分类	产品名称	产品简介
基础架构安全产品体系	零信任基础架构	零信任身份安全	通过一系列技术组件，构建动态可信的安全访问平台。
	日志与审计安全	日志收集与分析系统	不间断地将日志与报警等信息汇集到审计中心，实时地对采集到的信息进行归一化和关联分析。
	应用开发安全	代码卫士 开源卫士	一套静态应用程序安全测试系统，构筑信息系统的内生安全。 一套集开源软件识别与安全管控于一体的软件成分分析系统降低由开源软件带来的安全风险。
新一代 IT 基础设施防护产品体系	泛终端安全防护	终端安全管理系统 终端安全准入系统 服务器安全管理系统 终端安全响应系统	针对终端一体化的终端威胁防御与安全管理系统。 保障了终端入网的安全可信，达到规范化地管理计算机终端的目的。 在服务器端建立事前加固、事中对抗、事后溯源的一体化防护体系。 针对于高级威胁进行快速检测和响应的新一代终端安全产品。

		移动终端安全管理系统	面对政企客户的业务应用移动化过程当中的安全保障一体化解决方案。	
		工业主机安全防护系统	工控环境专用的软件产品。	
新边界安全防护		新一代智慧防火墙	专门为政企客户的网络出口打造的基于协同防御体系的自主创新的新一代安全防御系统。	
		安全 SD-WAN	为分支机构与总部互联、多个数据中心互联、多个混合云互联等场景的用户提供广域安全组网方案。	
		安全隔离与信息交换系统	实现安全隔离、信息交换的需求。	
		数据安全交换平台	完成数据的抽取、集中、传输、加载、共享,构造统一的数据处理和交换。	
		VPN	面向政府、金融、能源、运营商等行业和企业客户推出的,解决客户通过互联网的安全接入问题。	
		上网行为管理系统	提供强大的网页过滤功能,屏蔽员工对非法网站的访问。	
		业务安全网关	全面维护业务安全,解决因用户无意或恶意利用业务系统的权限与管理漏洞。	
云计算安全防护		工业控制安全网关	建立可信任的数采通信及工控网络区域间通信的模型,过滤一切非法访问。	
		网络流量传感器	通过在网络的多个位置合理部署网络流量传感器,从而掌握全网网络安全情况	
		云安全管理平台	为行业云、私有云、混合云等构建全面安全防护框架。	
数据安全防护		虚拟化安全管理系统	建立了以威胁情报驱动、从安全风险发现到响应处置完整闭环的自适应安全系统。	
		数据库审计系统	对事件进行统计分析记录,多重身份定位,有效支持电子取证。	
SaaS 智能安全防护		堡垒机系统	构建一套事前预防、事中监控、事后审计的安全管理体系。	
		网站安全云防护系统	为企业网站提供综合防护和管理功能。	
大数据智能安全检测与管控产品体系		全球鹰安全监测与运营服务	满足监管部门和政企客户的互联网资产普查、资产暴露面和重大安全风险等安全态势分析需求。	
		补天漏洞情报与众测服务	为用户量身打造的深度安全漏洞挖掘与测试服务。	
	大数据智能安全分析与监测		网络空间安全态势感知与通报处置平台	网络空间安全治理的总抓手和总平台,可以高效地治理、保卫网络空间的安全。
			政企态势感知与安全运营管理平台	基于大数据架构自主构建的一套面向政企客户的新一代安全监测与响应系统。
			新一代威胁态势感知与响应系统	精准发现网络中针对主机与服务器攻击,及时阻断威胁。
			威胁情报平台	可利用情报进行威胁检测、报警分级和优先级排序,对攻击事件进行关联分析和黑客画像。
			大数据情报分析系统	构建大数据情报分析平台,开展情报分析、态势研判、追踪溯源和预警防护等工作。
	工业安全监测系统	保障工业生产控制网络的功能安全和业务连续性。		

资料来源:公司招股说明书,浙商证券研究所



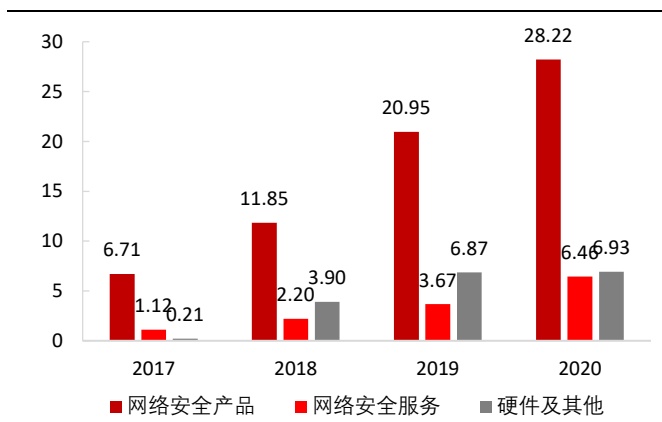
表 2：公司网络安全服务

服务分类	服务名称	主要服务内容
安全资讯 与规划	网络安全体系 规划设计服务	为大型客户的信息化与数字化转型构建动态综合的网络安全防御与运行体系
	分级保护安全 服务	为客户的涉密信息系统安全建设提供相应的分级保护服务，合理、准确的满足客户分级保护的 各项安全建设需求，并通过国家相关保密部门的安全信息系统建设测评工作
	等级保护安全 服务	提供差距分析与安全评估服务，编写安全建议方案和相关安全管理制度，协助整改咨询和等级 保护测评
安全评估 与测试	风险评估服务	针对业务系统网络的结构合理性，有效发现可能存在的安全漏洞和安全风险
	失陷检测服务	找出日志中存留的攻击者痕迹，进行多维度关联分析，发现正在发生或已经发生的攻击行为
	资产发现服务	利用公司安全大数据精准探测企业的互联网资产暴露面
	下一代渗透测 试服务	服务全程通过公司渗透测试平台进行监控和审计
安全分析 与响应	红队评估服务	评估过程模拟入侵杀伤链，最大限度模拟 APT 攻击手法，不限定攻击路径和手段
	应急响应服务	在用户发生安全事件时，最大程度地减少安全事件所带来的经济损失及影响
	追踪溯源服务	网络攻击追踪溯源技术，用于追踪定位攻击源头
	实战攻防服务	面向公安、网信和行业监管单位及各大型机构，组织实战攻防演习活动
安全情报 与运营	安全重保服务	在国家重要活动、会议时期提供的保障服务，确保关键信息系统和数据资产安全
	安全运行服务	针对用户部署的公司产品，建立统一的质量体系，设立标准的服务流程，确保服务的质量。 及时发现来自外部的攻击和内部的违规行为，并结合威胁情报大数据对疑似攻击事件进行定位 和定性
	流量分析服务	为客户提供专业的情报和事件分析服务，以发现已发生的安全事件和存在的安全隐患
	订阅分析服务	依靠公司网络安全攻防领域强大技术优势，提供多种形式的网络安全培训
	安全实训服务	公司是多个国家级、国际级安全认证官方授权培训机构、认证考试管理机构

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

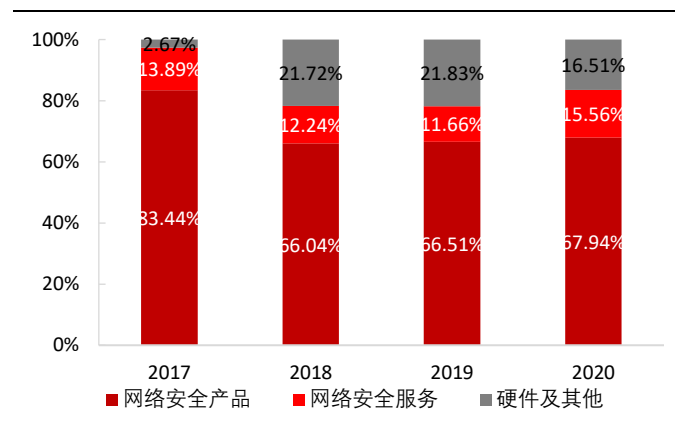
2020 年，网络安全产品、网络安全服务收入分为 28.22 亿元、6.46 亿元，增速为 34.72%、  
75.89%，占总营收的 67.94%、15.56%，各业务毛利率平稳。

图 4：公司各主营业务营收（亿元）



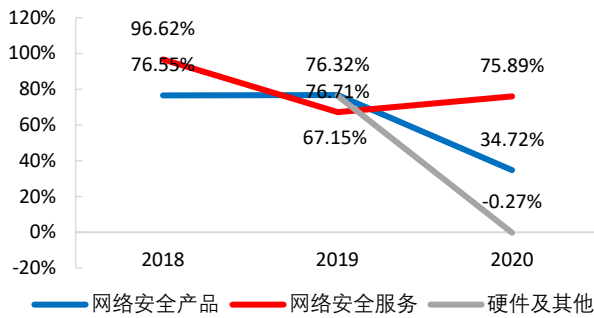
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：公司各主营业务营收占比（%）



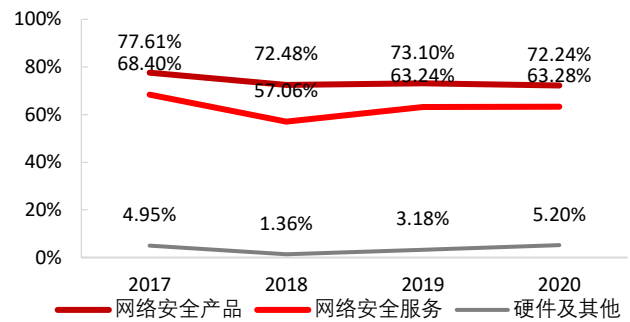
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：公司各主营业务营收增速（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：公司各主营业务毛利率（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 1.2. 强研发投入、高价值市场，网络安全市占率领先

奇安信搭建了全面且具有特色的创新研发模式。公司通过采用“产品（项目）开发+技术研发”的“横向”分层设置，覆盖公司业务开展中的研发场景，避免了通用性功能或模块在不同产品中的重复开发；通过委员会“纵向”管理加强公司各类产品、安全、工程技术能力建设。两者形成“纵横”协同，保证了公司研发体系有序开展研发工作，能够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。

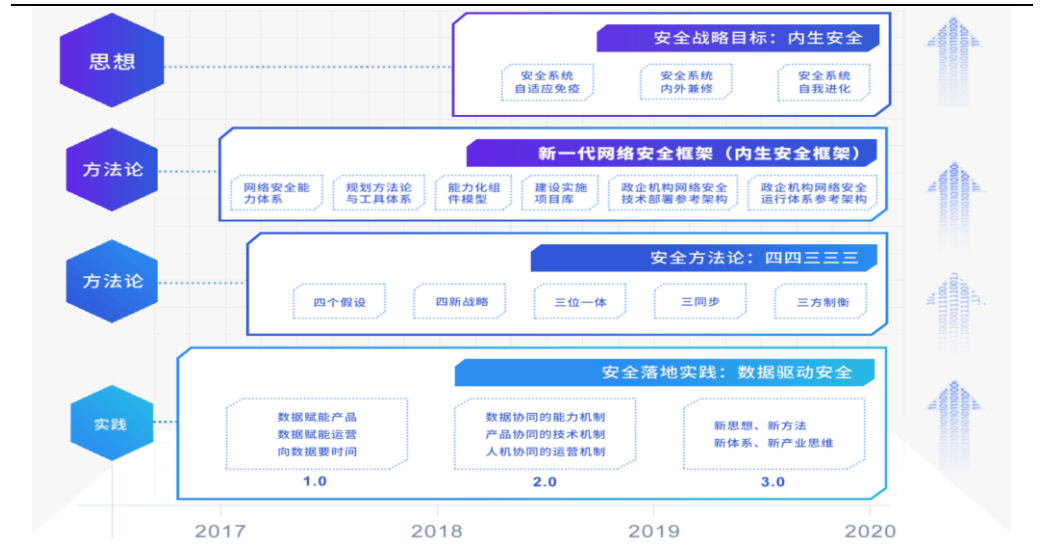
图 8：公司研发组织架构



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司率先提出并成功实践“数据驱动安全”、“内生安全”等安全理念，成为国内安全产业发展的风向标。目前，内生安全框架已经纳入到近百家央企及重要行业客户的“十四五”规划中，获得了客户的良好反馈。在“内生安全”、“四四三三三”和“数据驱动安全”安全理念的指导下，奇安信已经研发覆盖网络安全、身份安全、应用安全、数据安全、安全运营中心等领域十大类、几十小类的丰富产品体系，构建业界领先的整体安全解决方案。

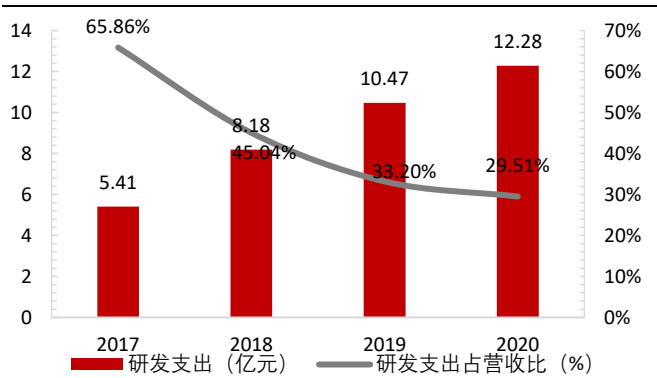
图 9：公司创新安全理念



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

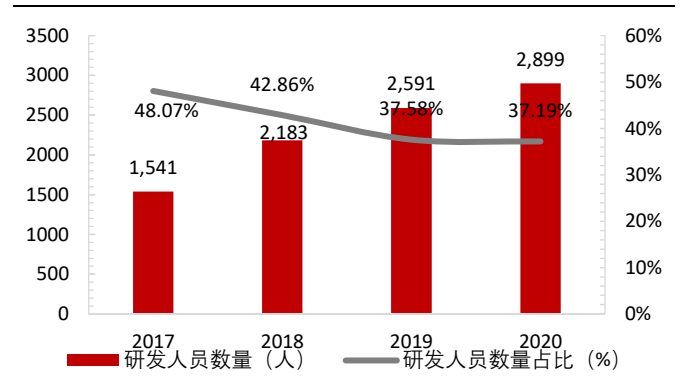
作为新一代网络安全领军者，奇安信秉承“强研发”战略，近四年研发费用合计 36.34 亿元，占公司累计营业收入的 36.5%。

图 10：2017-2020 年公司研发支出及占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

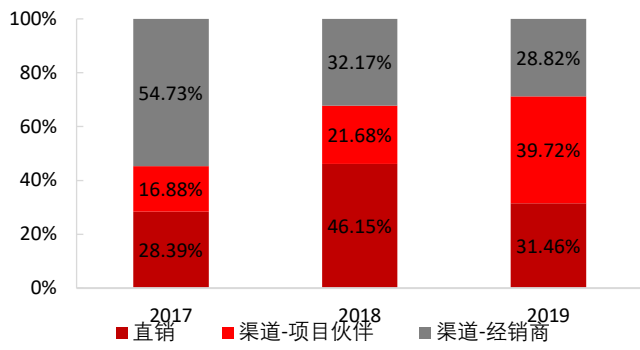
图 11：2017-2020 公司年研发人员数量及占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

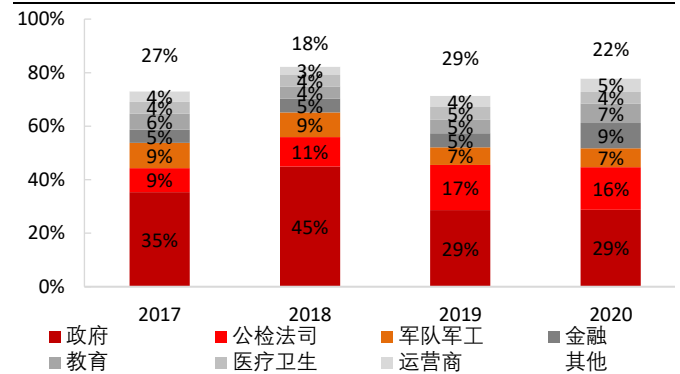
**直销、渠道相结合，深耕政企客户。**公司销售模式为直销与渠道相结合，其中直销主要面向政企客户为其提供整体解决方案，同时公司通过渠道向中小客户提供产品。公司高举高打，通过服务政企客户积攒口碑，打开知名度。由于直销业务涉及大量的交付实施成本，近 3 年渠道销售毛利率始终高于直销。公司来自政府、公检法司及军队军工部门的收入占主营收入的比重超过 50%，为第一大收入来源。

图 12: 公司分销售模式毛利率及营收占比



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 13: 2017-2020 年公司客户构成情况



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 浙商证券研究所

国内网络安全产业、多个细分市场市占率第一。根据 IDC 报告, 2020 年, 公司在国内安全分析与威胁情报、安全服务、终端安全、云安全等产品业务的市场份额均为第一名。

表 3: 公司核心产品国内市场份额

时间	发布机构	市场份额
2020	IDC	2020 年中国安全分析和威胁情报市场份额第一
	IDC	2020 年中国终端安全软件市场份额第一
	IDC	2020 年中国安全咨询服务第一
	IDC	2020 年中国安全管理平台第一
	赛迪咨询	2020 年中国威胁检测与响应第一
2019 年	赛迪咨询	2019 网络安全整体市场与终端安全、安全服务、安全管理平台、云安全细分领域市场份额均位列国内第一
	IDC	2019 中国安全资源池市场份额第一
	IDC	2019 终端安全软件市场份额第一
	IDC	中国威胁情报市场的“领导者”
2018 年	赛迪咨询	2018 年度终端安全市场份额第一
	赛迪咨询	2018 年度安全管理平台市场份额第一
	赛迪咨询	2018 年度云安全市场份额第一
	赛迪咨询	2018 年度安全服务市场份额第一
	IDC	2018 年度终端安全软件市场份额第一
	赛迪咨询	2018 年 Web 安全市场份额第二
	赛迪咨询	2018 年 UTM 市场份额第二
	IDC	2018 年安全内容管理硬件市场份额第二
2017 年	Gartner	2017 年入围 Gartner 终端防护平台魔力象限
	赛迪咨询	2017 年度终端安全市场份额第二
	赛迪咨询	2017 年度安全管理市场份额第二
	赛迪咨询	2017 年度安全服务市场份额第二
	赛迪咨询	2017 年度 Web 安全市场份额第二
	赛迪咨询	2017 年度 UTM 市场份额第二
	IDC	2017 年度终端安全市场份额第二
	IDC	2017 年度安全内容管理市场份额第二

资料来源: 公司招股说明书, 公司官网, 浙商证券研究所

奇安信积极布局新兴领域及“新赛道”。公司在终端安全、大数据态势感知、云安全、代码安全、SD-WAN、工业安全、身份安全、物联网安全等新兴领域及“新赛道”重点布局，这与如今信息技术发展中重点的发展领域相互匹配，也是网络安全市场未来发展的“主航道”。

表 4：公司新兴领域布局

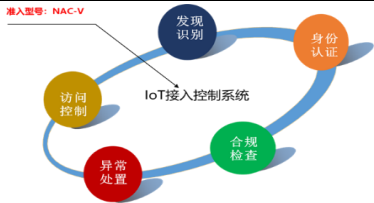
行业	代表产品	产品介绍	图示
终端安全	终端安全管理系统 (天擎)	面向政企单位推出的一体化终端安全产品解决方案。帮助客户实现平台一体化、功能一体化、数据一体化的终端安全立体防护。	
大数据态势感知	网络空间安全态势感知与协调指挥系统	是新一代网络安全态势感知平台，以“能力三要素，四中心一平台”为设计理念，助监管部门打造网络安全宏观、中观、微观一体化的网络空间安全综合治理体系。	
云安全	云安全管理平台	该平台创新性的融合多种安全技术与云计算技术，可面向云上租户和业务提供可运营的安全服务。	
代码安全	代码卫士	一款静态应用程序安全测试系统，该系统提供了一套企业级源代码缺陷分析、源代码缺陷审计、源代码缺陷修复跟踪的解决方案。	
SD-WAN	安全 SD-WAN	以网络即服务 (NaaS) 和安全即服务 (SaaS) 的方式，为多分支机构、数据中心互联、混合云等场景的用户提供广域安全组网方案。	
工业安全	网神工业安全态势感知与管理平台	以工业资产为核心，以工业安全事件为主线，持续监测工业安全风险，实现工业安全设备集中管理、工业安全统一分析以及工业态势感知等核心功能	
身份安全	终端安全准入系统 (NAC)	帮企事业单位解决设备接入的安全防护、入网安全的合规性检查、用户和设备的实名制认证、核心业务和网络边界的接入安全、接入的追溯和审计等管理问题	



**物联网安全**

IoT 接入控制系统

为解决网内各类型 IoT 设备大量使用场景下的安全接入管理难题而推出的一款产品

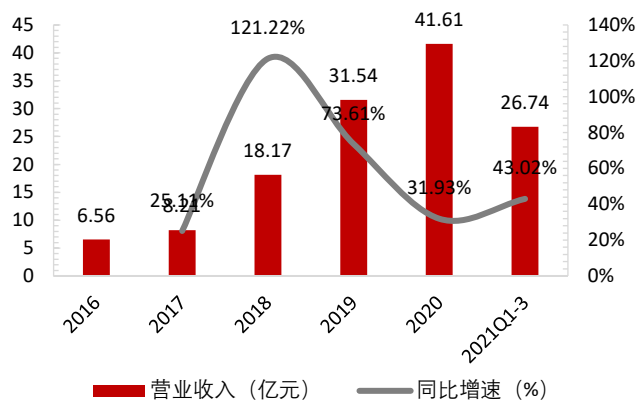


资料来源：公司招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

### 1.3. 2016-2020 年营收 CAGR59%，经营效率同步改善

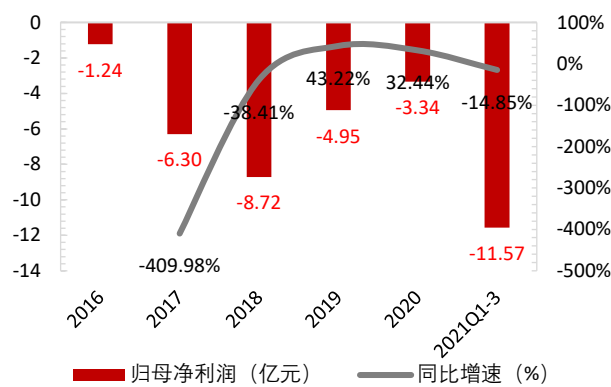
奇安信近 5 年营收 CAGR 超 50%，净亏损大幅收窄。2020 年公司实现营业收入 41.61 亿元，同比增长 31.93%，2016-2020 年 CAGR 为 58.67%；归母净利润-3.34 亿元，同比增长 32.44%。

图 14：2016-2021 年前三季度公司营收及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

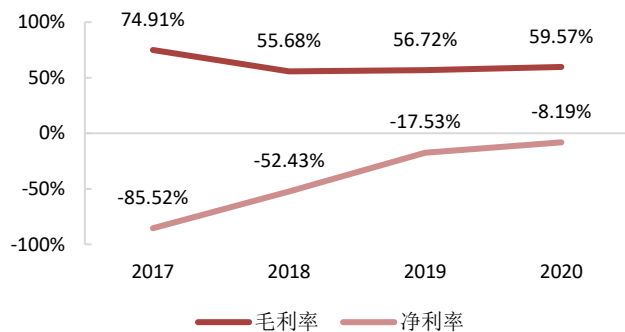
图 15：2016-2021 年前三季度公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

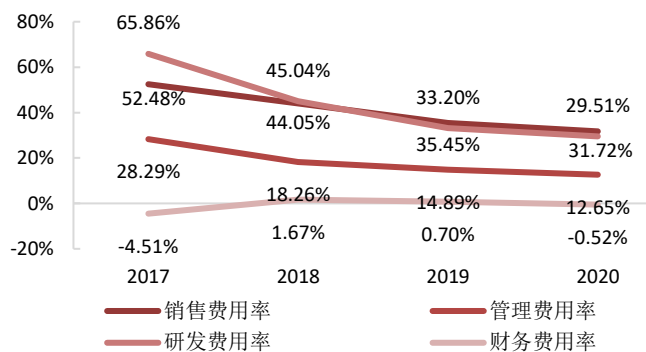
费用率逐步改善，净利率回升明显。2020 年，公司毛利率由 2019 年度的 56.72% 提升至 59.57%。公司 2020 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 31.72%/12.65%/29.51%/-0.52%，同比-10.50/-15.09/-11.09/-173.73pct，期间费用率不断下降。

图 16：2017—2020 公司毛利率、净利润



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：2017—2019 公司四项费用率



资料来源：Wind，浙商证券研究所



公司持续全面布局“研发能力平台化”战略，以八大研发平台（“鲲鹏”、“诺亚”、“雷尔”、“锡安”、“川陀”、“大禹”、“玄机”、“千星”）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。随着平台化战略持续推进，公司整体经营效率或将得到改善。

**表 5：公司八大研发平台**

类别	布局
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	旨在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。同时，“锡安”具有丰富的针对企事业单位的服务经验积累和企业样本数据积累，形成了完备的适应各种场景的数据分析处理策略。
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、事件分析与管理、安全设备接入与控制以及资产管理和运营。
玄机平台	一个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	能够提供标准化产品的视觉设计元素，以统一的前段开发模式，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%。
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。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 2. 安全产品：行业景气向上，新赛道业务高成长

### 2.1. 网络安全产品覆盖面广，占总营收的比例达 68%

公司是网络安全领域多品类覆盖的综合型厂商，在多个网络安全细分领域具备多种安全产品，持续更新迭代，目前已形成以大数据智能安全、IT 基础设施防护、基础架构安全为主的多系列产品矩阵。

图 18: 公司主要安全产品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司软硬一体形态的设备是将软件产品灌装到外购的硬件设备(工控机、服务器等)中形成的, 采购的服务器、工控机等均为市场常见硬件设备或配件, 因此公司产品实物形态相似, 代表性产品形态图示如下:

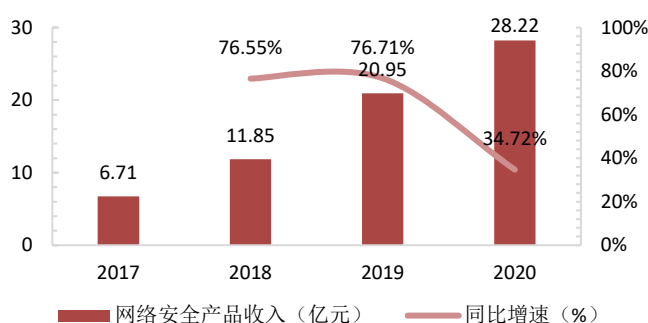
图 19: 公司代表性产品形态

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

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

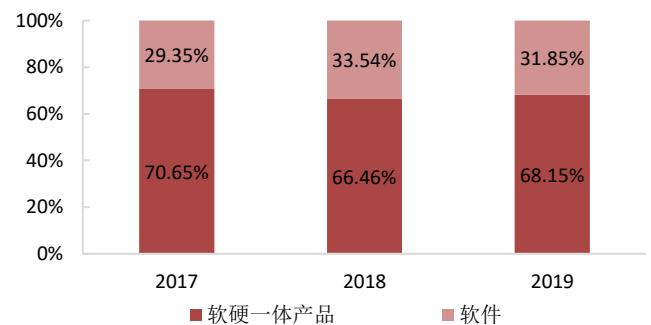
2020年, 网络安全产品收入达到28.22亿元, 同比增长34.72%, 占总营收比增长至67.94%。其中: IT架构安全防护产品收入增长超过100%, 占网安产品总营收比超过10%; 大数据智能安全检测与管控品类收入同比增长超过50%, 占网安产品总营收比达31%。

图 20: 2017-2020 年公司网络安全产品收入



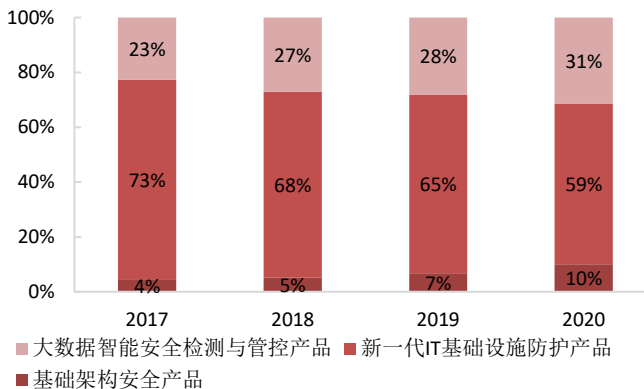
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 21: 2017-2019 公司网络安全产品收入结构



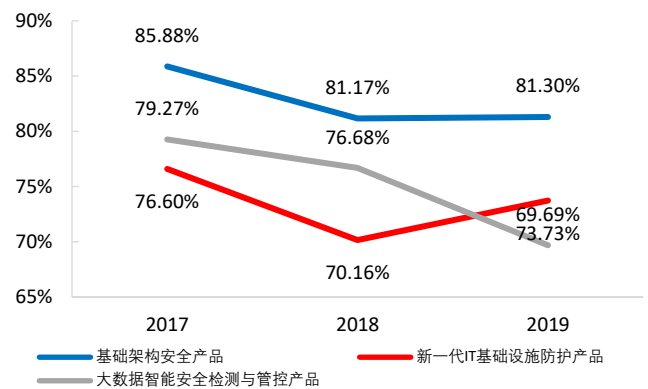
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 22：2017-2020 年公司网络安全产品收入结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：2017-2019 年公司网络安全产品毛利率



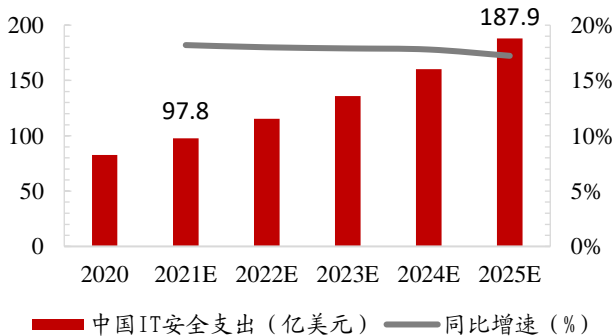
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.2. 网络安全行业景气向上，公司市场份额持续提升

2021 年，网络安全产业政策密集。2021 年，《数据安全法》、《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023 年）（征求意见稿）》、《关键信息基础设施安全保护条例》、《个人信息保护法》等重要政策陆续发布，强政策指引下，行业内生需求、合规需求驱动将进一步升级，预计产业规模增长将驶入加速期。

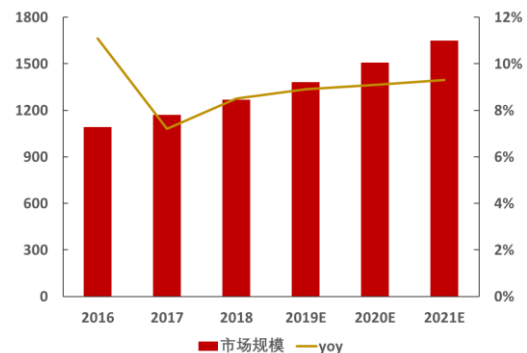
预计 2021-2025 年，中国网络安全市场 CAGR 为 16.8%。在数字化转型、国家政策法规、市场需求等多方因素的推动下，中国网络安全市场仍将保持快速增长。根据 IDC 报告，2021 年中国网络安全市场投资规模将达到 97.8 亿美元，并有望在 2025 年增长至 187.9 亿美元，五年 CAGR 约为 17.9%，增速持续领跑全球。

图 24：中国网络安全支出及预测（亿美元）



资料来源：IDC，浙商证券研究所

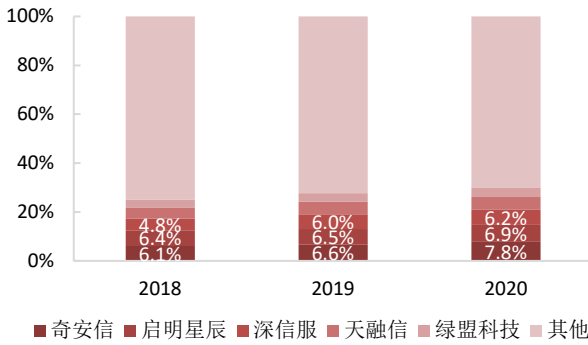
图 25：全球网络信息安全市场规模及预测（亿美元）



资料来源：公司招股说明书，赛迪顾问，浙商证券研究所

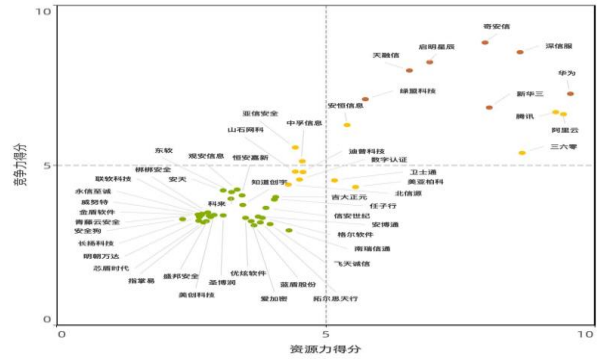
公司在中国网络安全产业市场份额第一名，且持续提升。根据 2021 年国家网络安全宣传周活动中发布的《2021 年中国网络安全产品分析报告》，2020 年，公司蝉联我国网络安全产业市占率第一名，市占率为 7.8%，稳步提升（2018 年市占率：6.1%，2019 年市占率：6.6%）。同时，公司在 2021 年中国网安产业竞争力 50 强榜单中排名第一。

图 26：2018-2020 年国内网络安全产业市占率



资料来源：CCIA,《2021 年中国网络安全产业分析报告》，浙商证券研究所

图 27：2021 年中国网安产业竞争力 50 强（CCIA50 强）



资料来源：CCIA, 浙商证券研究所

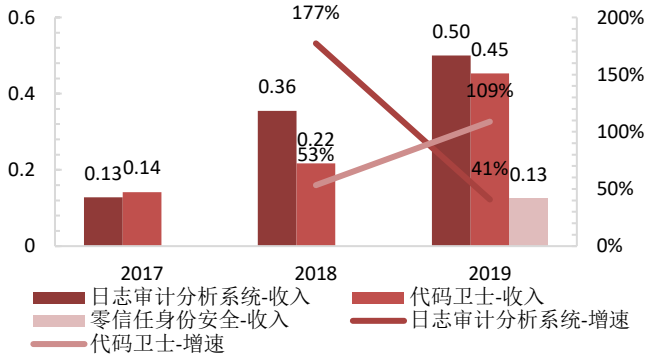
### 2.3. 核心产品业务规模扩大，新兴赛道收入增速亮眼

#### 1、基础架构安全产品体系

基础架构安全是内生安全与通用安全能力，是安全体系的基本要素和标准化组件。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。

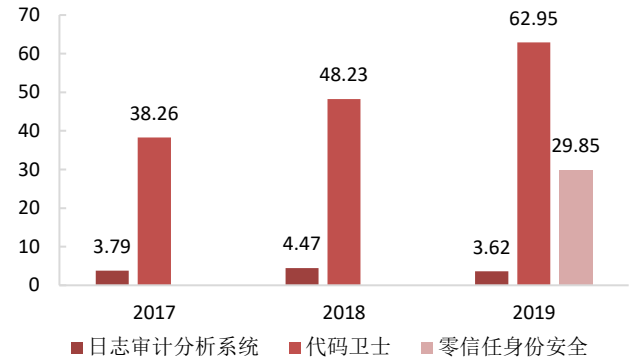
2020 年，公司以零信任安全、应用开发安全、安全取证为主的 IT 架构安全防护产品整体实现营收超过 3 亿，整体增长率超过 100%，均属于公司新赛道产品。其中，零信任安全产品增长尤为显著，收入同比增长 300%以上。

图 28：公司主要基础架构安全产品收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

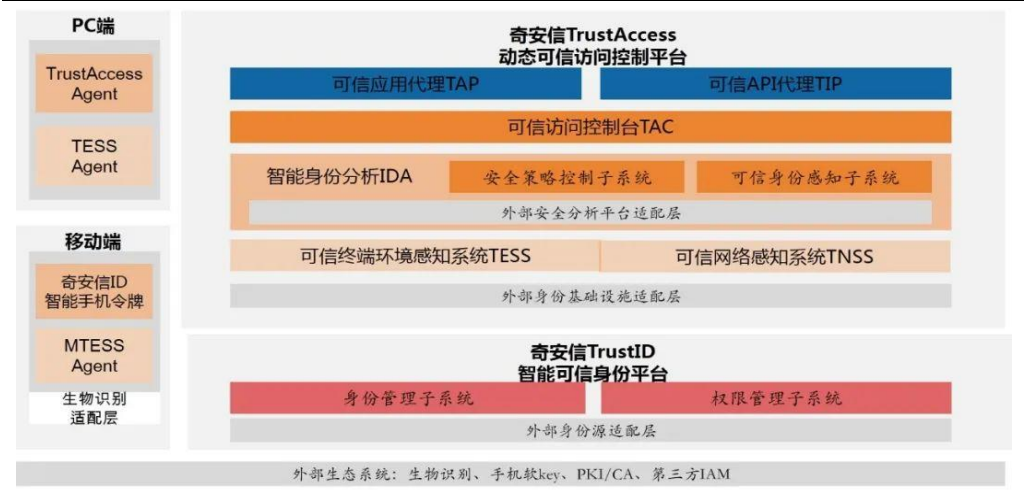
图 29：公司主要基础架构安全产品平均单价（万元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

奇安信零信任安全解决方案主要包括：奇安信 TrustAccess 动态可信访问控制平台、奇安信 TrustID 智能可信身份平台、奇安信 ID 智能手机令牌及各种终端 Agent 组成。2021 年 4 月，Forrester 发布《New Tech:2021 年第二季度零信任网络访问》报告中，奇安信凭借领先的技术与产品实力，上榜“GROWTH STAGE”零信任厂商榜单。在云计算、物联网、5G 等各种新技术驱动下，企业业务上云颠覆了传统 IT 架构，诸多安全挑战随之而来。Gartner 认为，到 2022 年，在面向生态合作伙伴开放的新型数字业务应用程序中，80%将通过零信任网络访问（ZTNA）进行访问。

图 30：公司零信任安全解决方案



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

合规性要求推动日志审计产品成刚需。随着《网安法》、等保等政策法规对日志审计提出明确规范性要求，日志审计已成为企业满足合规内控要求所必须的功能。据赛迪预计，2021年，中国日志审计产品市场规模将达到17.8亿元，2019-2021年CAGR为25.5%。

图 31：中国日志审计产品市场规模预测（亿元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

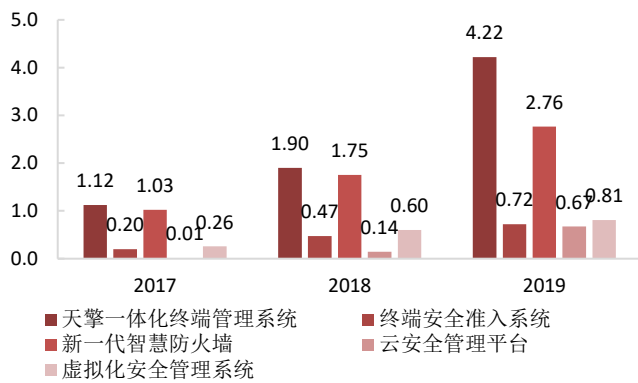
## 2、新一代 IT 基础设施防护产品

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。公司新一代 IT 基础设施防护产品销售收入快速增长，是公司网络安全产品业务收入的主要组成部分。

2020年，云与服务器安全业务收入同比增长超过65%，大数据安全与隐私保护收入同比增长超过60%，工业互联网安全产品同比增长接近30%。

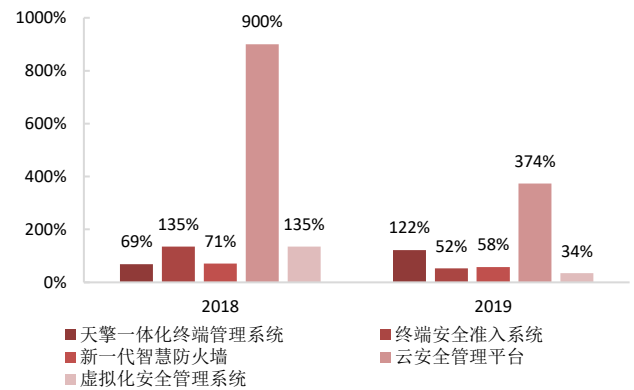


图 32：公司 IT 基础设施防护主要产品收入（亿元）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 33：公司 IT 基础设施防护主要产品收入增速（%）

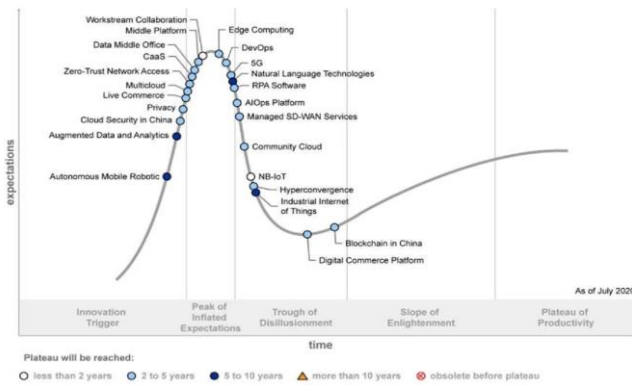


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司基于新一代网络安全框架，打造出了一站式安全能力交付平台——云安全管理平台，涵盖数据安全、主机安全、网络安全和应用安全的全栈安全能力，实现物理服务器、虚拟化服务器、容器、应用、网络、数据的全生命周期防护。根据 IDC 报告，2020 年，中国安全资源池市场的规模超过一亿美元，同比增长 26.5%。其中，奇安信云安全管理平台市场份额稳步增长，以 18.3% 的市场份额连续两年位列第一。

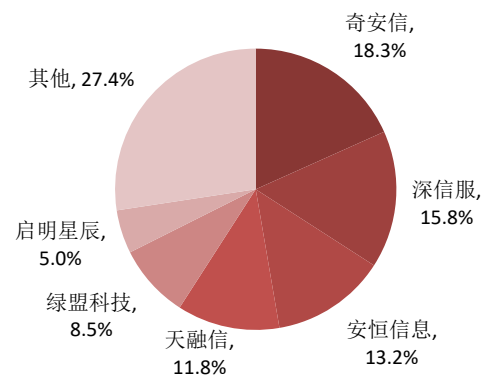
根据 Gartner 发布的《2020 中国 ICT 技术成熟度曲线》报告，奇安信凭借面向实战化的全栈云安全能力，成为云安全领域的代表供应商。Gartner 认为，中国的云安全市场目前正处于爬升阶段，未来将会有 20%~50% 的用户采用相应的云安全产品和服务。

图 34：2020 中国 ICT 技术成熟度曲线



资料来源：Gartner，浙商证券研究所

图 35：2020 年中国安全资源池厂商市场份额

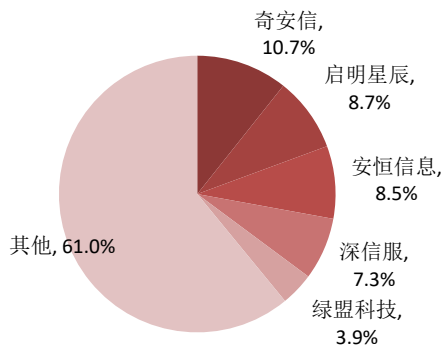


资料来源：IDC，浙商证券研究所

根据 IDC 报告，2020 年，公司在中国安全分析、情报软件市场份额 10.07%，第一名；在中国终端安全软件市场份额 24.4%，第一名。

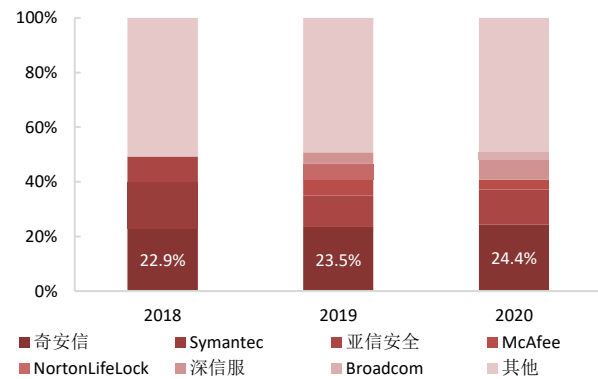


图 36：2020 年中国安全分析、情报软件市场份额



资料来源：IDC，浙商证券研究所

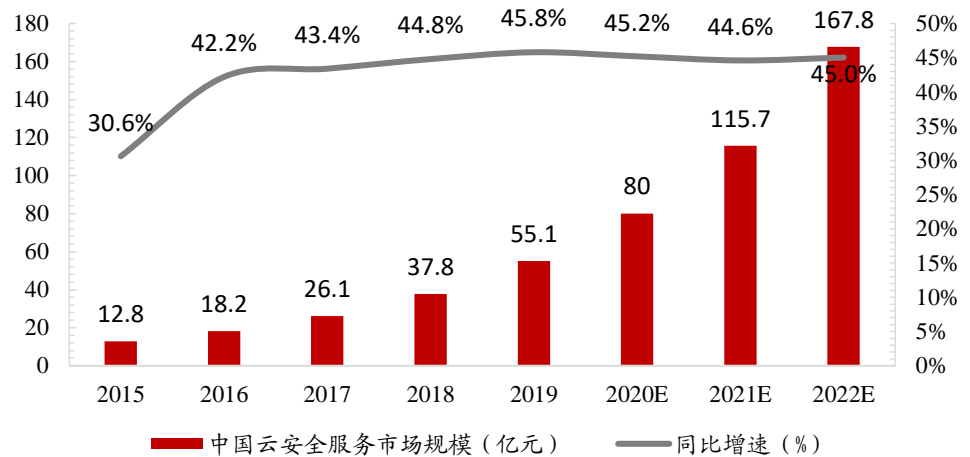
图 37：2018-2020 年中国终端安全软件市场份额



资料来源：IDC，浙商证券研究所

预计 2019-2022 年，中国云安全市场规模 CAGR 为 44.95%。根据赛迪顾问报告，2019 年中国云安全服务市场规模达到 55.1 亿元，同比增长 45.8%，预计 2022 年将达到 167.8 亿元，2019-2022 年 CAGR 为 44.95%。

图 38：2015—2022 中国云安全市场规模及预测（亿元）



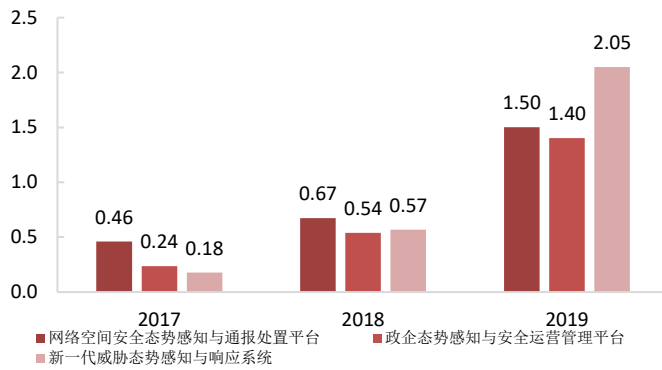
资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

### 3、大数据智能安全检测与管控产品

大数据智能安全检测与管控产品采用大数据分析技术和人工智能方法针对威胁进行检测和响应，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，包括新一代威胁态势感知与响应系统、政企态势感知与安全运营管理平台(NGSOC)、SaaS 智能安全防护、威胁情报平台等产品。

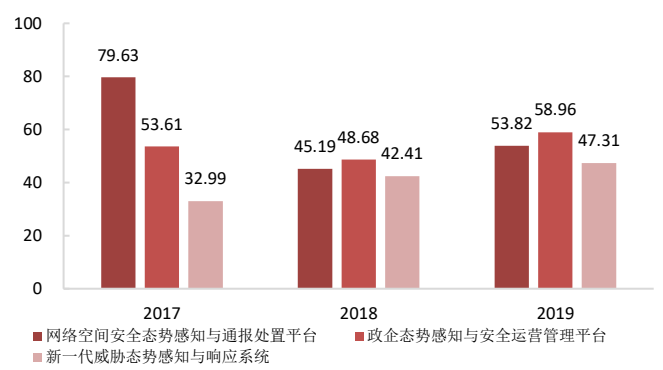
2020 年，大数据智能安全检测与管控产品实现销售收入约 8.9 亿元，同比增长超 50%，占公司总营收比重升至 21.34%，2017-2020 年 CAGR 为 80%。其中，（1）态势感知与安全运营平台、APT 检测与响应，合计收入同比增速超过 50%；（2）SaaS 智能安全防护与威胁情报（订阅式）平台产品整体收入同比增速超过 50%；（3）创新孵化产品 SOAR，已通过客户现场 POC 阶段，产品成熟度不断提升，逐步进入市场收获期。

图 39：公司大数据安全检测与管控主要产品收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

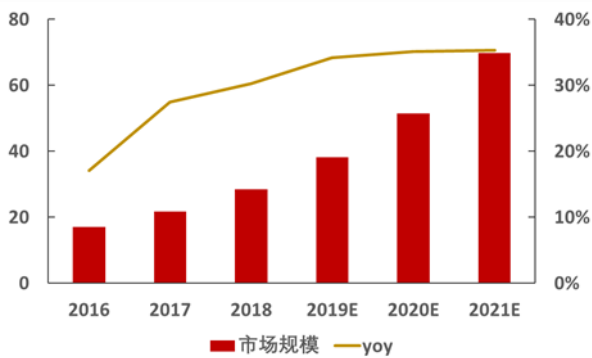
图 40：公司大数据安全检测与管控产品平均单价（万元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

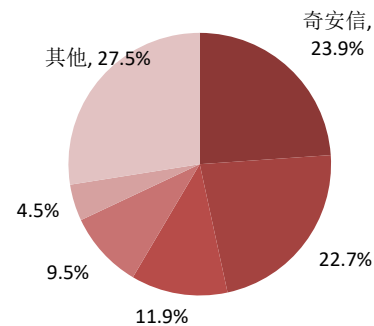
根据赛迪顾问报告，（1）2018 年，中国大数据安全市场规模达到 28.4 亿元，同比增长 30.5%，预计 2021 年市场规模达到 69.7 亿元，2018-2021 年 CAGR 将达到 35%。（2）2019 年，中国安全管理平台市场规模达到 24.3 亿元，同比增长 32.9%，公司市场份额为 23.9%，排名第一。

图 41：2016-2021 中国大数据安全市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 42：2019 中国安全管理平台市场份额



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

#### 4、新赛道业务收入增速亮眼

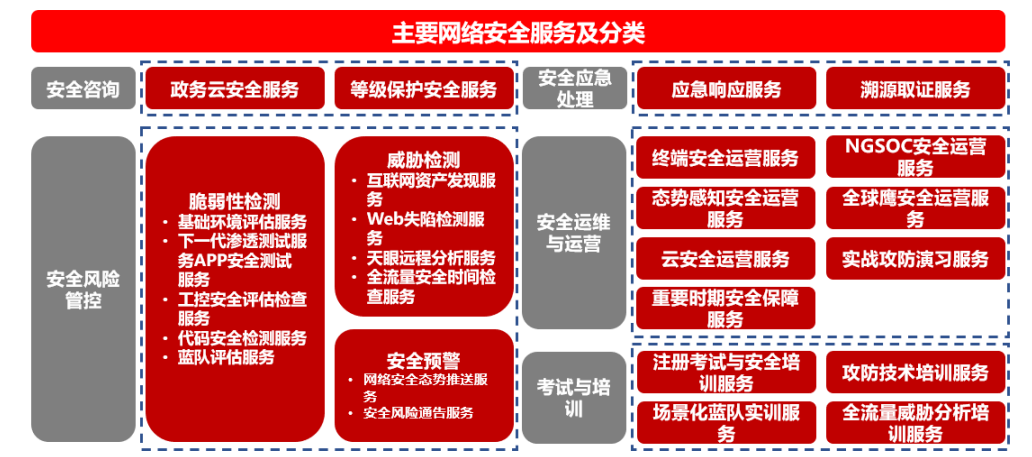
2020 年，以大数据安全检测与管控、零信任安全、应用开发安全、云安全、工业互联网安全、大数据安全与隐私保护为核心的新赛道产品的营业收入占公司主营产品收入比例接近 6 成，合计同比收入增长率在 60% 以上。

### 3. 安全服务：安服人员 2700+，安服行业空间大

#### 3.1. 聚焦威胁检测和响应，服务收入占比攀升至 16%

公司安全服务以攻防技术为核心，聚焦威胁检测和响应，通过提供咨询规划、威胁检测、攻防演习、持续响应、预警通告、安全运营等一系列实战化的服务，在云端安全大数据的支撑下，为客户提供全周期的安全保障服务。

图 43：奇安信主要安全服务及分类

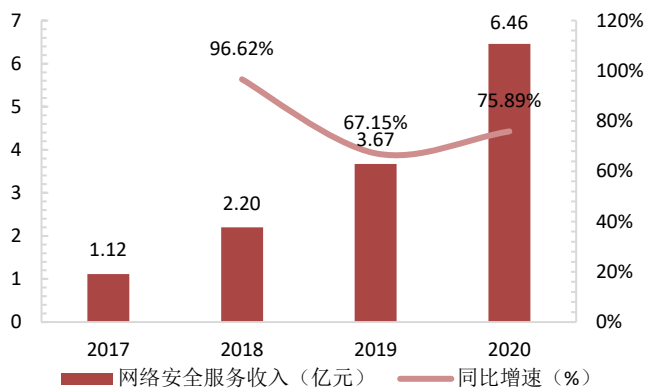


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2020 年，公司安全服务业务收入 6.46 亿元，同比增长 75.89%，安全服务收入占主营业务收入的比例为 15.56%，同比增长 3.9pct。其中安全教育收入超过 1 亿元，同比增长 50%以上。随着政企客户愈发重视网络安全攻防实战化能力的建设，预期未来公司的网络安全服务业务占公司主营业务收入的比例将继续提升。

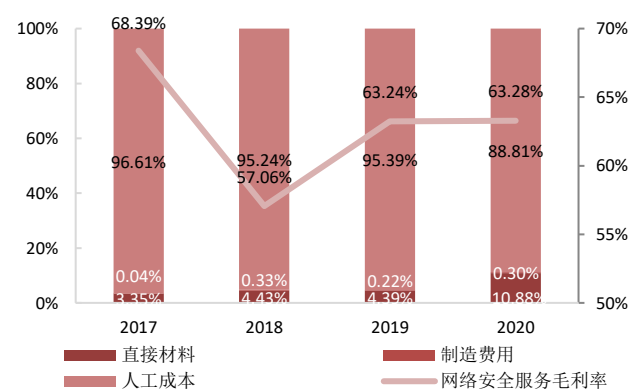
2020 年，公司服务业务毛利率为 63.28%，同比基本持平。网络安全服务成本主要为人工成本，2020 年，人工成本占网络安全服务业务总承包的 88.8%，同比有所下降。

图 44：2017-2020 年公司网络安全服务收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 45：公司网络安全服务成本结构及毛利率



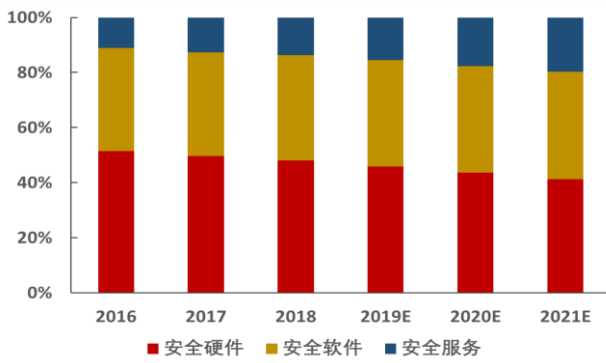
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2. 对标全球，中国网络安全服务支出占比有望提升

对标全球，网安服务占中国网安支出比例有望攀升。根据 IDC 数据，2020 年，中国网络安全支出中，硬件、软件、服务支出占比分别为 47%、21%、32%。2018 年，全球网络安全支出中，硬件、软件、服务支出占比分别为 9%、26%、64%。对比全球而言，我国网络安全支出中，服务占比提升空间大。

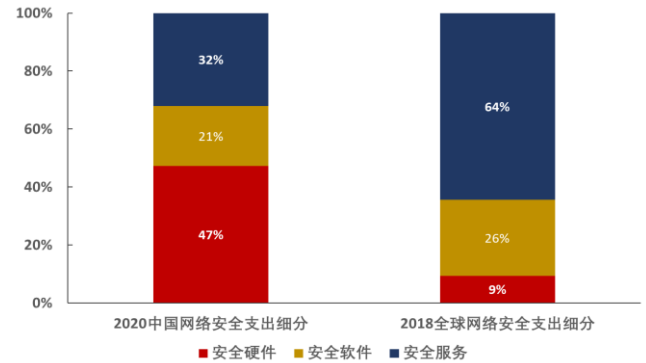
根据 IDC 报告，2021H1 中国 IT 安全服务市场厂商整体收入约 71.5 元，同比增长 110%，较 2019 年增长 38%。

图 46: 2016-2021E 中国网络安全市场结构及预测



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 47: 中国和全球网络安全市场结构对比

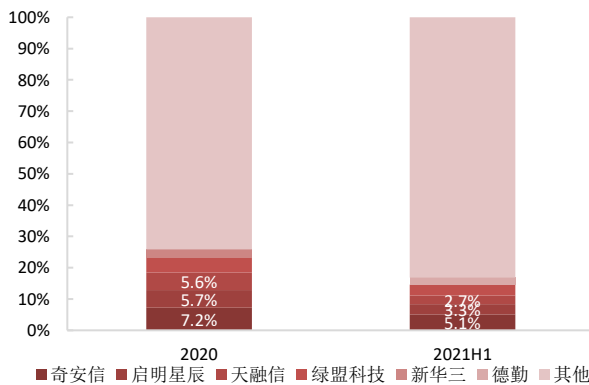


资料来源: IDC, 公司招股说明书, 浙商证券研究所

根据 IDC 报告,

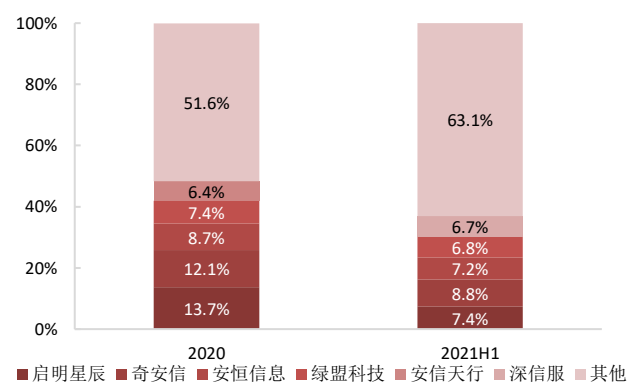
- (1) 公司在中国安全咨询服务市场份额: 2020 年, 第一名, 7.2%; 2021H1, 第一名, 5.1%。
- (2) 公司在中国托管安全服务市场份额: 2020 年, 第二名, 12.1%; 2021H1, 第一名, 8.8%。

图 48: 2020-2021H1 中国 IT 安全咨询服务市场份额



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

图 49: 2020-2021H1 中国托管安全服务市场份额



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

(1) 2021 年 10 月, IDC 发布《IDC MarketScape 中国托管安全服务市场厂商评估, 2021》报告中, 公司凭借全新 MSS 安全托管服务跃居 IDC MarketScape 模型领导者象限。

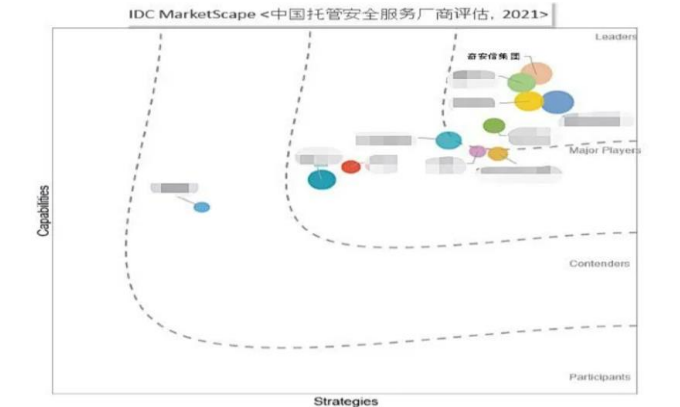
(2) 2021 年 9 月, Forrester 发布《Now Tech: Cybersecurity Consulting Services In Asia Pacific, Q3 2021》报告, 公司与传统安全咨询企业共同上榜, 是亚太地区唯一入围的中国安全企业。

图 50：公司入围 Forrester 亚太安全咨询服务报告



资料来源：Forrester，浙商证券研究所

图 51：MarketScape 中国托管安全服务市场厂商评估，2021



资料来源：IDC，浙商证券研究所

### 3.3. 技术支持及安全服务 2700+人，安全服务能力强

公司打造了实战化的应急响应团队及安全服务体系，截至 2020 年末，公司已拥有超过 2,700 名技术支持及安全服务人员，建立了一支覆盖全国的应急响应团队和安全服务团队，在政企客户出现应急响应、重大安保和攻防演练需求时能够实时响应。

截至目前，公司已经支撑了中央政府部门、能源、电力、交通、运营商和大型银行等国家大型部委央企客户，以及各省市的数字城市、政务云、政务大数据等网络安全整体规划设计工作。此外，公司基于覆盖终端安全、大数据安全分析、安全运营、应急响应等领域的领先技术研发实力和强大技术力量，为托管安全服务提供了有力的支持。

表 6：公司的网络安全服务能力强

类别	布局
强大的咨询规划服务能力	公司已为政府、部委、重点央企、金融、智慧城市/数字政务、大型制造业等近百家大型机构进行了“十三五”、“十四五”、3-5 年期网络安全体系规划设计，完成输出了“新一代网络安全框架”白皮书、方法论、配套工具集，对重点行业的“十四五”网络安全规划产生重要牵引作用。
强大的实战攻防服务能力	2020 年，在国家级的年度网络攻防演习中，公司成绩均名列前茅，在累计 200 余家参加演习的单位中，超过 60%单位聘请公司作为主力防护队伍；在各省、部级部门组织的网络攻防演习中，由公司承办、参与的超过 200 场，得到了客户的广泛认可。
全天候、全覆盖的安全运营与应急响应服务能力	截至 2020 年末，公司作为主要技术保障单位已先后完成了国庆 70 周年、澳门回归 20 周年、亚洲文明对话大会、“一带一路”高峰论坛、海军建军 70 周年、全国两会、春晚、中非合作论坛、上合组织成员国峰会、十九大、博鳌论坛、2020 服贸会等国家级网络安全保卫任务。以外，公司为社会各政企单位提供全天候 24 小时的网络安全应急处置服务，保障了众多政企机构及大中型企业信息系统的正常运营。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

收入端核心假设：

奇安信是主要业务报告网络安全产品、网络安全服务、硬件及其他。

(1) 网络安全产品：

2017-2020年,公司网络安全产品收入CAGR为61.38%。新赛道产品布局成效显著,2020年,新赛道产品的收入占公司主营产品收入比例接近6成,合计同比收入增速超过60%。行业侧,2021年,我国网络安全产业政策密集,行业景气向上。结合公司业务结构、业务节奏、竞争力等多重要素,我们预计公司的网安产品线业务2021、2022、2023年营收增速分别为50%、45%、42%。

### (2) 网络安全服务

2017-2020年,公司网络安全服务收入CAGR为79.47%,团队规模大、竞争力强。根据IDC数据,2020年中国网络安全市场中服务占比仅为32%,而2018年全球网络安全市场中服务占比达64%,相比而言,我国网络安全服务占比仍具备较大空间。结合公司安全服务团队、技术、市场等优势,以及产业空间和景气度情况,我们预计网络安全服务业务2021、2022、2023年营收增速分别为60%、55%、50%。

### (3) 硬件及其他

硬件及其他业务系公司在为客户提供体系化网络安全解决方案的过程中涉及到的政企客户信息化配套改造类项目,基于客户需求为客户外采第三方硬件产品并销售给对方的业务。考虑到网络安全整体市场高景气,结合公司战略规划以网络安全为主,我们预计2021、2022、2023年硬件及其他营收增速分别为10%、10%、10%。

结合上述,我们总体预计公司2021、2022、2023年营收增速分别为42.57%、41.65%、40.98%。

**表 7: 公司业务收入预测拆分(单位:亿元)**

业务线	类别	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
网络安全产品	收入	20.95	28.22	42.33	61.37	87.15
	YOY	76.71%	34.72%	50.00%	45.00%	42.00%
	占比	66.41%	67.81%	70.21%	71.54%	72.38%
网络安全服务	收入	3.67	6.46	10.34	16.02	24.03
	YOY	67.15%	75.89%	60%	55%	50%
	占比	11.65%	15.53%	17.15%	18.68%	19.96%
硬件及其他	收入	6.92	6.93	7.63	8.39	9.23
	YOY	68.13%	0.15%	10.00%	10.00%	10.00%
	占比	21.95%	16.66%	12.65%	9.78%	7.66%
合计	收入	<b>31.54</b>	<b>41.61</b>	<b>60.29</b>	<b>85.79</b>	<b>120.41</b>
	YOY	<b>73.61%</b>	<b>31.93%</b>	<b>44.89%</b>	<b>42.29%</b>	<b>40.37%</b>

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

### 毛利率预测

(1) **网络安全产品:** 结合该业务历史毛利率以及产品化趋势, 预计该业务毛利率将相对稳定, 2021、2022、2023年毛利率分别为72.5%、72.8%、73.0%。

(2) **网络安全服务:** 网络安全服务以人力服务为主, 预计该业务毛利率将维持稳定, 2021、2022、2023年毛利率分别为63.5%、63.8%、64.0%。

(4) **硬件及其他:** 预计该业务毛利率维持稳定, 2021、2022、2023年毛利率分别为4.0%、4.2%、4.3%。



预计 2021-2023 年公司销售毛利率分别为 62.29%、64.41%、65.94%。

**表 8：公司业务毛利率预测（单位： %）**

业务线	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
网络安全产品	73.10%	72.24%	72.50%	72.80%	73.00%
网络安全服务	63.24%	63.28%	63.50%	63.80%	64.00%
硬件及其他	3.71%	4.56%	4.00%	4.20%	4.30%
合计	56.72%	59.57%	62.29%	64.41%	65.94%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

参考可比公司费用率情况，2020 年，深信服、安恒信息三项费用率合计分别为 65.81%、64.47%。

**销售费用率：**（1）公司品牌效应和客户优势持续提升，渠道伙伴进一步增加。（2）公司过去几年处于大规模扩张期，随着公司行业地位逐渐稳固。预计 2021-2023 年销售费用率分别为 30.00%、29.00%、28.00%。

**管理费用率：**（1）随着公司业务规模扩大，预计公司管理人员数量和薪资水平将持续上涨。（2）公司进一步加强费用管控、提升经营效率，预计管理费用率水平将有所下降。预计 2021-2023 年管理费用率分别为 12.00%、11.00%、10.00%。

**研发费用率：**（1）网络安全行业技术不断更新，公司为保持竞争优势，将不断扩大研发人员数量、提升薪资水平，预计研发费用将维持增长。（2）随着公司八大研发平台构建成熟，研发效率有望得到提升，预计研发费用率将逐步得到控制。（3）公司过去几年处于大规模扩张期，随着公司行业地位逐渐稳固。预计 2021-2023 年研发费用率分别为 28%、26.5%、25%。

由此，预计公司 2021-2023 年三项费用率合计分别为 70%、66.5%、63%。

**表 9：公司费用率预测（单位： %）**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	35.45%	31.72%	30.00%	29.00%	28.00%
管理费用率	14.89%	12.65%	12.00%	11.00%	10.00%
研发费用率	33.20%	29.51%	28.00%	26.50%	25.00%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

## 4.2. 估值分析与投资评级

考虑到公司业务发展阶段、研发投入、市场开拓等情况，我们选择深信服、安恒信息两家网络安全公司作为可比公司。同时，考虑到现阶段公司净利润处于亏损情况，我们采用 PS 估值方法。根据 Wind 一致预期，2021 年 10 月 29 日，深信服、安恒信息 2021-2023 年 PS 估值的平均值为 12.08、8.71 倍、6.41 倍，一致预期的营收 CAGR 为 38.66%。

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 60.29、85.79、120.41 亿元，营收 CAGR 为 42.5%。给予公司 2022 年 10 倍 PS 的估值，对应未来 12 个月目标市值 858 亿元，首次覆盖，予以“买入”评级。

**表 10：可比公司估值**

业务	股票名称	营业收入（亿元）			PS		三年营收 CAGR	
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021-2023E
300454.SZ	深信服	75.96	102.83	136.65	11.80	8.72	6.56	35.78%
688023.SH	安恒信息	19.00	26.96	37.50	12.35	8.71	6.26	41.53%
	平均值	<b>47.48</b>	<b>64.89</b>	<b>87.08</b>	<b>12.08</b>	<b>8.71</b>	<b>6.41</b>	<b>38.66%</b>
688561.SH	奇安信-U	60.29	85.79	120.41	10.15	7.13	5.08	42.50%

资料来源：WIND，浙商证券研究所 注：股价为 2021 年 11 月 10 日收盘价，除奇安信为本报告盈利预测外，其他公司营收增速和 PS 均为 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

- （1）公司新兴业务拓展不及预期。**公司自成立以来，投入大量的研发、销售等费用进行新赛道、新领域的产品研发和推广，新赛道业务收入占公司主营收入比重持续增长。如果新兴业务技术方向、市场需求等方面不及预期，将导致公司新业务收入增速放缓。
- （2）市场竞争加剧风险。**网络安全行业属于成长阶段，新兴安全厂商不断涌入导致市场竞争态势紧张。同时，如果竞争对手通过产品降价、人才加薪等竞争手段，将有可能导致公司产品销售不及预期或人才流失等风险。
- （3）网络安全行业政策不及预期。**网络安全行业受政策驱动明显，若未来政策法规落地推进速度不及预期，将影响主要行业对网络安全产品和服务的需求。
- （4）环境和竞争格局变化导致收入增速不及预期风险。**目前，公司市占率位居国内领先地位，如果整体竞争格局变化，将有可能导致公司收入增速不及预期。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8664	9548	10145	12269	<b>营业收入</b>	4161	6029	8579	12041
现金	5274	5091	4009	3695	营业成本	1682	2273	3053	4101
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	39	56	86	120
应收账款	1893	2441	3646	5142	营业费用	1320	1809	2488	3372
其它应收款	366	616	815	1187	管理费用	526	723	944	1204
预付账款	23	63	74	90	研发费用	1228	1688	2273	3010
存货	605	1033	1243	1767	财务费用	(22)	(53)	(49)	(32)
其他	503	305	357	388	资产减值损失	144	30	40	50
<b>非流动资产</b>	3761	3673	4189	4802	公允价值变动损益	38	38	38	38
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	182	180	220	220
长期投资	640	495	509	548	其他经营收益	211	201	241	241
固定资产	1281	1597	2006	2523	<b>营业利润</b>	(326)	(78)	243	715
无形资产	81	63	45	30	营业外收支	(17)	(8)	(9)	(11)
在建工程	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	(343)	(86)	234	704
其他	1759	1518	1629	1700	所得税	(2)	1	(3)	11
<b>资产总计</b>	12424	13221	14333	17071	<b>净利润</b>	(341)	(87)	237	693
<b>流动负债</b>	2232	3144	4008	6051	少数股东损益	(6)	(2)	4	13
短期借款	14	5	6	409	<b>归属母公司净利润</b>	(334)	(85)	233	680
应付款项	1055	1430	1917	2578	EBITDA	(224)	1	364	889
预收账款	0	378	269	567	EPS (最新摊薄)	(0.49)	(0.13)	0.34	1.00
其他	1164	1331	1816	2497	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	170	142	153	155		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	170	142	153	155	营业收入	31.93%	44.89%	42.29%	40.37%
<b>负债合计</b>	2402	3286	4161	6205	营业利润	15.85%	76.07%	411.39%	194.15%
少数股东权益	15	13	17	30	归属母公司净利润	-	-	-	192.41%
归属母公司股东权益	10008	9922	10155	10835	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	12424	13221	14333	17071	毛利率	59.57%	62.29%	64.41%	65.94%
					净利率	-8.19%	-1.44%	2.76%	5.76%
					ROE	-4.44%	-0.86%	2.31%	6.47%
					ROIC	-4.18%	-1.66%	1.66%	5.75%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	19.33%	24.85%	29.03%	36.35%
					净负债比率	0.56%	0.14%	0.14%	6.59%
					流动比率	3.88	3.04	2.53	2.03
					速动比率	3.61	2.71	2.22	1.74
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.43	0.47	0.62	0.77
					应收帐款周转率	2.64	2.88	2.92	2.81
					应付帐款周转率	1.76	1.83	1.82	1.83
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	-0.49	-0.13	0.34	1.00
					每股经营现金	-1.01	-0.16	-1.07	-0.30
					每股净资产	14.73	14.60	14.94	15.94
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-182.93	-716.81	262.88	89.90
					P/B	6.11	6.16	6.02	5.64
					EV/EBITDA	-	-	157.14	65.14

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	(689)	(111)	(725)	(204)
净利润	(341)	(87)	237	693
折旧摊销	197	164	198	233
财务费用	(22)	(53)	(49)	(32)
投资损失	(182)	(180)	(220)	(220)
营运资金变动	(528)	261	(597)	(285)
其它	187	(215)	(295)	(592)
<b>投资活动现金流</b>	(623)	(117)	(407)	(545)
资本支出	(91)	(408)	(530)	(675)
长期投资	(248)	144	(14)	(39)
其他	(284)	147	136	169
<b>筹资活动现金流</b>	5325	44	50	435
短期借款	14	(9)	2	403
长期借款	0	0	0	0
其他	5312	53	49	32
<b>现金净增加额</b>	4014	(183)	(1082)	(314)

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>