

公司深度
奇安信 (688561)
计算机 | 计算机应用
国内网安行业领导者，产业升级机遇助力发展

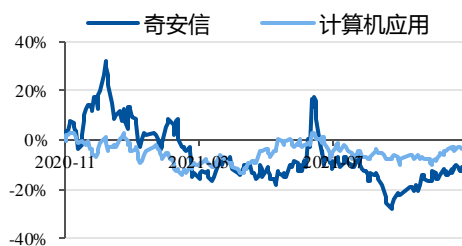
2021年11月28日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 119.00-142.80 元
交易数据

当前价格 (元)	91.98
52周价格区间 (元)	75.31-140.83
总市值 (百万)	65406.24
流通市值 (百万)	41951.03
总股本 (万股)	67961.60
流通股 (万股)	45608.86

涨跌幅比较

邓睿祺
分析师

 执业证书编号: S0530520120001
 dengrq@cfzq.com

18042686813

相关报告

- 《奇安信: 奇安信 (688561.SH) 公司点评: 业绩延续增势, 强研发迎接需求下沉》
2021-11-01
- 《奇安信: 奇安信 (688561.SH) 公司点评: “新赛道” 产品持续增长, 需求边界逐步打开》
2021-08-13
- 《奇安信: 奇安信 (688561.SH) 公司点评: 规模效应初显现, 行业升级有望带来机会》
2021-05-06

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	3154.13	4161.17	5914.65	8085.57	10530.12
净利润 (百万元)	-494.94	-334.37	-247.08	228.48	779.45
每股收益 (元)	-0.73	-0.49	-0.36	0.34	1.15
每股净资产 (元)	7.39	14.73	14.36	14.70	15.85
P/E	-126.00	-187.71	-255.50	270.53	79.98
P/B	12.45	6.24	6.41	6.26	5.80

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 国内网安龙头, 技术与市场能力优秀。**奇安信成立于2014年, 专注于网络空间安全市场。经中国电子入股公司跻身网安国家队, 市场资源丰富。公司重视人才培养, 构建八大研发平台将“Know-How”固化下来, 保障人才培养体系。公司还发展了海量网安数据资源, 为未来迭代做好准备。中国网络安全产业联盟2021年评选公司处于行业领导者梯队。公司自2017年以来保持营收快速增长, 2017-2020年营收复合增长率达71.77%。
- 网安产业迎升级机遇, 法规政策保障产业环境。**我国已将数据列为与土地、劳动力、资本、技术并列的生产要素并写入中央文件, 充分显示出社会对数据重要性的认知。数据对IT产业升级带来的驱动也促进了网安行业发展, CICA预测网安行业未来三年将保持15%增速, 到2023年市场规模预计将超过800亿元。我国在网络安全领域的立法进程也在“十四五”起始的2021年进入高潮, 年中密集发布了多条法律法规, 为网络安全的产业环境建设路线指明道路。
- 财务逐步改善, 阶段转型效果初显。**公司虽尚未盈利, 但近三年年报亏损保持收窄态势, 2021年前三季度剔除后的归母净利润为-9.36亿元, 亏损同比收窄7.04%。公司为保留人才吸引力使人均薪酬维持高位, 但由于公司向“高质量发展”转型, 人均创收的提高正推动盈利窗口逐步打开。
- 盈利预测与评级。**预计公司2021-2023年营收总和分别为59.15、80.86、105.30亿元, 归属上市股东的净利润分别为-2.47、2.28、7.79亿元, EPS分别为-0.36、0.34、1.15元。由于公司业务正处于快速成长期且尚未盈利, 我们选取较为成熟的国内和国外可比公司为参考分别进行整体法估值, 其中国内网安公司选取奇安信以外的CR7进行比较, 国外以eSecurity Planet评选出的《2021年TOP20网络安全供应商》中的部分公司进行比较。综合考虑两种估值方法的结果, 给予奇安信2022年合理估值区间10-12x PS估值, 对应合理股价区间为119.00-142.80元。维持“推荐”评级。
- 风险提示: 技术发展不及预期风险; 行业竞争加剧风险; 政策不及预期风险; 宏观经济发展不及预期风险。**

内容目录

1 奇安信：国内网安龙头，技术与市场能力优秀	4
1.1 背靠 PKS 体系，行业资源丰富.....	4
1.2 创始团队源于三六零，技术与经验丰富.....	6
1.3 八大平台积淀 Know-How，降本增效逐步显现.....	7
1.4 数据资源成为关键迭代要素，公司在多个数据领域占据优势.....	8
1.5 主营收入快速增长，业务结构持续优化.....	8
2 网安产业迎升级机遇，法规政策保障产业环境	13
2.1 网安产业迎升级机遇，公司理念领先有望受益.....	13
2.2 “十四五”法规政策更接近应用，网安环境建设路线逐渐明晰.....	15
3 财务逐步改善，阶段转型成效初显	16
3.1 亏损继续收窄，费用率持续降低.....	16
3.2 人均薪酬保持高位，预计费用总额仍将保持较快增长.....	17
3.3 阶段转型进行时，人均创收效果初显.....	18
4 盈利预测与评级	19
5 风险提示	21

图表目录

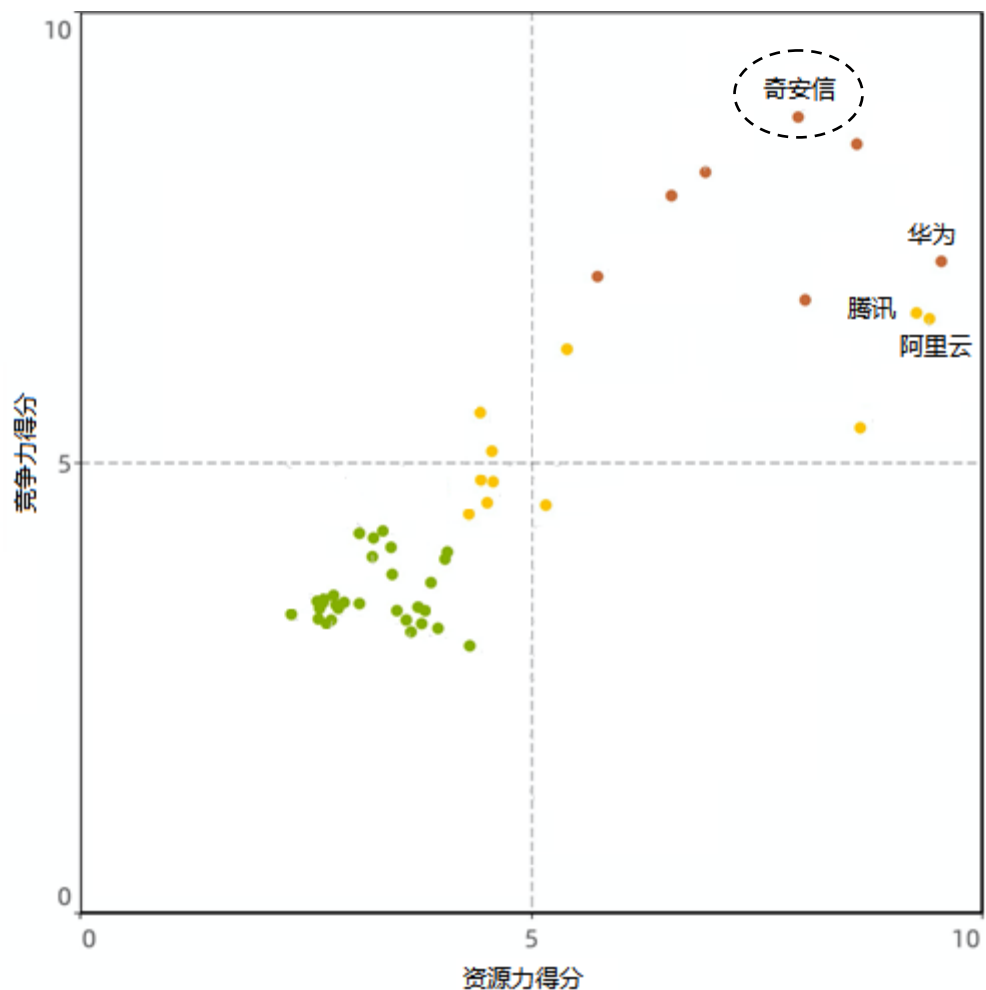
图 1: CCIA 50 强 (2021.06)	4
图 2: 奇安信主要股东 (2021.09.30)	5
图 3: “PKS”体系	5
图 4: 奇安信主要历史沿革.....	6
图 5: 安全服务业务中人力成本的影响.....	7
图 6: 补天漏洞平台.....	8
图 7: 奇安信营收规模 (亿元)	9
图 8: 奇安信网络安全产品规模.....	11
图 9: 奇安信网络安全服务规模.....	12
图 10: 奇安信硬件及其他业务规模.....	12
图 11: 国内新增信息安全漏洞数量	13
图 12: 中国网络安全产业规模预测.....	14
图 13: 我国网安行业集中度情况	14
图 14: 奇安信净利润规模 (亿元)	16
图 15: 奇安信费用规模	16
图 16: 奇安信费用率情况.....	17
图 17: 2020 年秋季白领跳槽原因.....	17
图 18: 2020 年网安行业 CR8 人均薪酬 (不含天融信)	18
图 19: 公司非硬件业务收入与员工人数曲线分离.....	19
表 1: 奇安信获取的主要荣誉奖项 (2014 年-2016 年)	6
表 2: 奇安信主要网络安全产品.....	9
表 3: 奇安信部分网络安全产品市场规模排名.....	10

表 4: 奇安信主要网络安全服务.....	11
表 5: “十一五”到“十四五”主要网络安全法律法规.....	15
表 6: 奇安信营收及主要费用预测 (2021-2023)	20
表 7: 国内网安行业 CR8 其他公司估值.....	21
表 8: 国际可比网安公司估值.....	21

1 奇安信：国内网安龙头，技术与市场能力优秀

奇安信科技集团股份有限公司成立于 2014 年，专注于网络空间安全市场，向政府、企业用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，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。公司始终重视技术创新，提出了包括数据驱动安全等创新理念，综合实力强劲。据中国网络安全产业联盟（CCIA）2021 年评选的 CCIA 50 强，公司获评竞争力排名第一名，资源力排名也位居前十，处于行业领导者梯队。

图 1：CCIA 50 强（2021.06）



资料来源：CCIA，财信证券整理

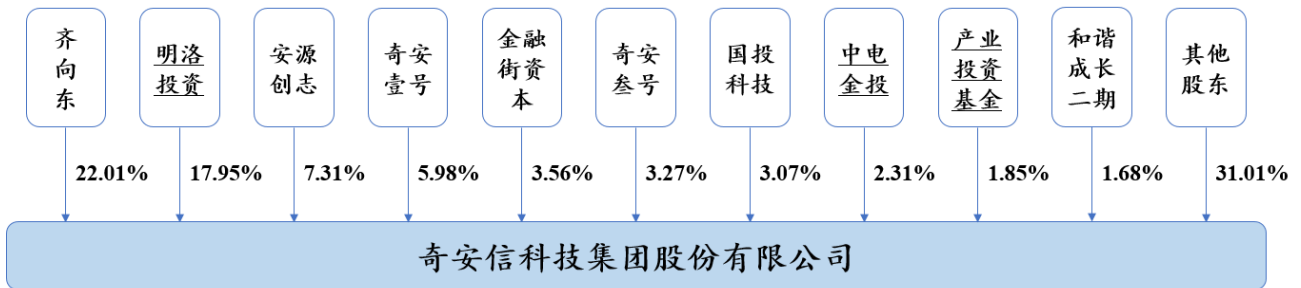
1.1 背靠 PKS 体系，行业资源丰富

截至 2021 年三季度，公司创始人与目前的实际控制人均为齐向东先生，直接持有公司 22.01% 的股权，并通过一致行动人安源创志、奇安叁号间接控制公司部分股权。齐向东先生作为奇安信董事长，曾任职新华社通信技术局副局长、三六零集团创始人兼总裁，拥有二十多年的安全行业经验，同时还担任北京市政协委员、西城区人大代表、北京市

人民政府国有资产监督管理委员会外部董事、全国工商联执委、中国保密协会副会长等多个职务，对行业发展及相关政策导向极具敏感性。

中国电子信息产业集团有限公司（简称中国电子）出于打造网络安全和信息化核心主业的目的，曾于 2019 年以 37.31 亿元战略入股奇安信，目前通过旗下的明洛投资、中电金投间接持有公司约 20.26% 的股份，同时还持有产业投资基金部分股权。中国电子的入股使奇安信加入到“PKS”体系，跻身“国家队”行列，增强奇安信服务网络强国建设的战略能力。

图 2：奇安信主要股东（2021.09.30）



资料来源：公司公告，财信证券整理

“PKS”体系是由中国电子主导构建的绿色、开放、共享的技术架构和生态体系，旨在建立标准化的“中国架构”，主要由飞腾（Phytium）处理器、麒麟（Kylin）操作系统以及立体防护的安全链（Security）构成。奇安信在中国电子入股后，获得了丰富的 CEC 生态资源加持，有望在“PKS”中承担重要职责，发展能力得到提升。

图 3：“PKS”体系



资料来源：《PKS 体系架构》，财信证券整理

1.2 创始团队源于三六零，技术与经验丰富

奇安信科技集团股份有限公司前身奇安信有限成立于 2014 年，原系三六零集团旗下公司。2015 年齐向东与周鸿祎及相关方就企业安全业务从三六零集团中拆分事宜进行了框架性约定。2016 年，双方协议控制关系解除，齐向东先生及其控制的安源创志完成对奇安信有限的增资，成为实际控制人。2019 年，三六零方面出售其所持的奇安信全部股权，中国电子战略入股，奇安信自身变更为股份有限公司。2020 年，奇安信登陆科创板。

图 4：奇安信主要历史沿革



资料来源：招股说明书，公司官网，财信证券整理

奇安信创始团队源于三六零。三六零在杀毒软件与防火墙时代击败了当时国内外大多数老牌厂商，跃居国内网络安全龙头，2013 年时三六零手机安全卫士累计用户数就已突破 4 亿，曾被誉为东半球最强“白帽子军团”，拥有强大的技术实力与海量用户带来的数据与经验积累，因此我们有理由相信奇安信的创始团队也具有当时较为领先的技术及丰富的经验。公司核心团队的综合实力并未因脱离三六零集团而衰退，以荣誉奖项为参考，剔除由三六零集团获取的荣誉奖项，奇安信集团（含网神等后来的子公司）2014-2016 年期间主要获得了 12 项荣誉，而 2021 年仅 1-10 月获取的奖项已增长到 35 项。

表 1：奇安信获取的主要荣誉奖项（2014 年-2016 年）

年份	荣誉奖项
2014	最值得信赖的终端安全管理产品
2014	移动生产力十大优秀案例奖
2014	企业安全解决方案创新奖
2014	中国 IT 产品满意度调查 用户满意奖
2014	中国网络管理技术大会 用户满意度奖
2014	中国政府行业最佳产品创新奖
2014	年度创新安全技术奖
2014-2015	网神 SecFox-BDSA 大数据安全分析系统年度创新产品奖
2014-2015	网神 SecSIS 3600 安全隔离与信息交换系统年度创新产品奖
2014-2015	网神 SecGate 3600 下一代极速防火墙年度创新产品奖
2015	WitAwards 年度安全产品奖（天眼）
2016	态势感知项目荣获 2016-2017 中国信息安全产品市场年度最佳解决方案

资料来源：公司官网，财信证券整理

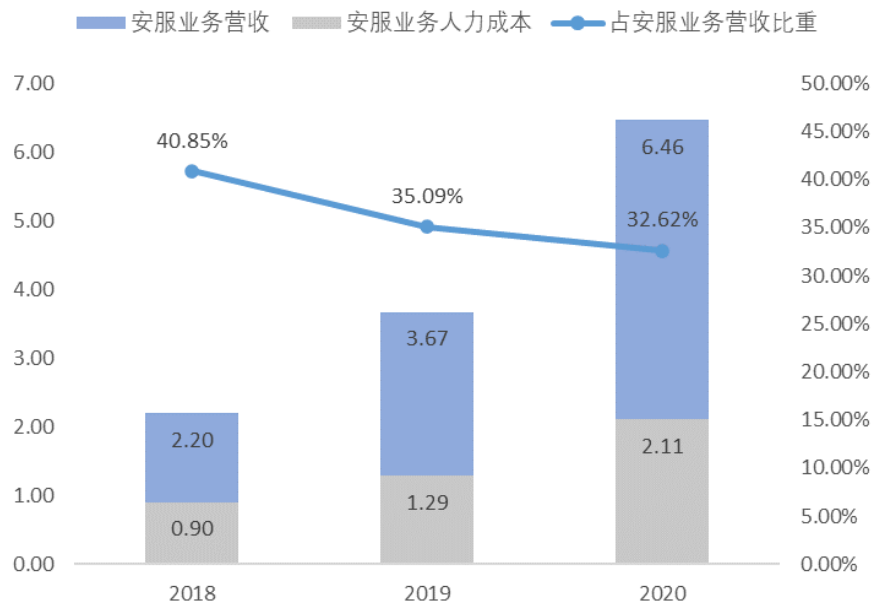
1.3 八大平台积淀 Know-How，降本增效逐步显现

网络安全行业需要直接对抗人为制造的各种网络威胁，具有较为独特的直接对抗性，并且覆盖领域会随下游行业发展而持续扩大，需要保持较快的长期迭代以保持业务覆盖能力。因此与大多数行业相比，网络安全行业的核心竞争力更集中在人才竞争上。由于计算机行业具有人员流动性相对较大的特点，培养人才团队的能力成为决定网安公司长期竞争力的主要能力之一。

作为知识密集型行业，行业 Know-How 的传承尤为关键。奇安信高度重视自身人才培养，是网安行业中少数明确提出通过构建研发平台来固化 Know-How 的企业。公司全面布局“研发能力平台化”，形成了“鲲鹏”、“诺亚”、“雷尔”、“锡安”、“川陀”、“大禹”、“玄机”、“千星”等八大研发平台，并围绕八大平台逐步打造模块化体系，从而将公司 Know-How 固化下来。

研发平台的推进既能减少人员流动带来的损失，还能提高基层员工的培养效率和人均产出能力，因此其效果可以借助人力成本在相关营收中的占比进行验证。以公司三大业务中的网络安全服务业务为参考，安服业务主要涵盖咨询、规划、评估、测试等内容，其主要成本为人力成本。2020 年，公司安全服务业务人力成本达 2.11 亿元，同比增长约 64%；占安服业务营收的比重达 33%，较上年同期降低约 2.47 个百分点，从而有效控制安服业务成本率。

图 5：安全服务业务中人力成本的影响



资料来源：公司年报，招股说明书，财信证券

此外，公司十分注重对未来网安行业人才的培养。通过的模式为奇安信虎符实训基地以网络安全实战训练为人才培养重心，创立了“实训+带训”模式，已初步形成基地、院校、企业之间的网络安全人才培养生态圈，为公司后续吸纳新鲜血液夯实了基础。

1.4 数据资源成为关键迭代要素，公司在多个数据领域占据优势

在“云大物工智”时代，数据已成为 IT 产品和服务迭代的主要依据。公司早在 2015 年就提出“数据驱动安全”这一理念，并通过网关、终端、探针逐步形成国内较为领先的网络安全数据资源。以公司的漏洞响应平台为例，公司建立的“补天漏洞平台”是 2017-2019 年对 CNVD 漏洞共享平台贡献最多的中文漏洞响应平台，三年来累计为 CNVD 报送漏洞超过十万个，已成为重要机构和企事业单位漏洞响应的重要保障力量。2020 年 3 月末，平台注册白帽专家超 6 万名，累计提交漏洞数量超 40 万个，此后保持快速增长，至 2021 年 11 月时，补天平台注册白帽专家数接近 9 万名，报告漏洞总数约 75 万个。

图 6：补天漏洞平台



资料来源：公司官网，财信证券整理

此外，公司还拥有 IP、DNS、URL、文件黑白名单四大信誉数据库，建立了公司安全威胁情报中心，是国内名列前茅的商用网络安全威胁情报中心，也是最大的威胁情报数据拥有者之一。

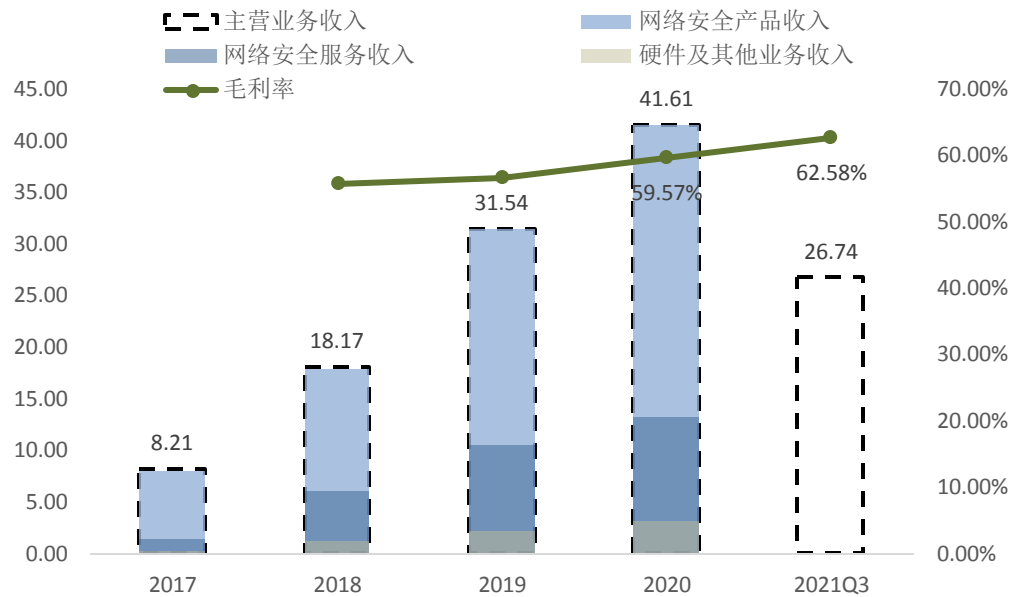
1.5 主营收入快速增长，业务结构持续优化

奇安信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。公司面向新型基础设施建设、面向数字化业务，运用系统工程的方法论结合“内生安全”思想，将新一代网络安全框架作为顶层设计指导，以“数据驱动安全”为技术理念、以打造网络安全颠覆性和非对称性能力为目标、以“人+机器”协同运营为手段，创建了面向万物互联时代的网络安全协同联动防御体系。公司主营业务可以划分为网络安全产品、网络安全服务、硬件及其他。

公司主营业务收入持续快速增长。2020 年营业收入达 41.61 亿元，同比增长 31.93%，较 2017 年的复合增长率为 71.77%；其中网络安全产品业务收入达到 28.22 亿元，网络安全服务收入为 6.46 亿元，硬件及其他产品合计 6.94 亿元。2021 年前三季度，公司主营业务收入达 26.74 亿元，同比增长 43.02%。其中，网络安全产品收入在 2020 年占总营收比重达到 67.8%，较上年同期提高 1.4 个百分点；网络安全服务业务占比达到 15.5%，较上

年提高 3.9 个百分点；硬件及其他业务占比为 16.5%，较上年降低 5.3 个百分点。业务结构改善以及规模效应逐步显现推动公司毛利率自 2018 年以来持续走高，2021 年前三季度毛利率达到 62.58%。

图 7：奇安信营收规模（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

（1）网络安全产品业务

网络安全产品业务以出售网安软件或系统为主。公司是综合性网安产品厂商，产品体系覆盖政企及各行业网络安全的细分领域，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三大类别。其中，基础架构安全类产品围绕身份、行为和应用构建防御体系，包括以身份为中心进行动态访问控制的零信任安全产品、针对行为进行审计的日志与审计安全产品以及围绕应用开发的安全产品；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；大数据智能安全检测与管控产品采用大数据技术针对威胁进行检测和响应，为客户提供检测、感知、分析、响应等能力，包括威胁检测、态势感知、安全管理等产品。

表 2：奇安信主要网络安全产品

基本分类	产品类别		产品形态	主要功能/应用场景
	产品名称			
基础架构安全产品体系	零信任身份安全		软硬一体/纯软件	机构人员身份认证
	日志收集与分析系统		软硬一体/纯软件	机构网安日志系统
	代码卫士		软硬一体/纯软件	测试企业软件开发中的安全缺陷
	开源卫士		纯软件	管控企业软件开发中开源软件漏洞
新一代 IT 基础设施防护产品	终端安全管理系统		纯软件	机构 PC 防护
	终端安全准入系统		软硬一体	机构设备接入安全检测
	服务器安全管理系统		纯软件	保护机构服务器系统

体系	终端安全响应系统	软硬一体	机构高级威胁检测与自动化响应
	移动终端安全管理系统	软硬一体	机构移动设备安全保障
	工业主机安全防护系统	纯软件	工控生产网中工业主机安全防护
	新一代智慧防火墙	软硬一体	机构网络隔离
	安全 SD-WAN	软硬一体	多分支企业及数据中心组网
	安全隔离与信息交换系统	软硬一体	机构内有数据交换需求的隔离系统
	数据安全交换平台	软硬一体	机构内有数据交换需求的隔离系统
	安全接入网关系统	软硬一体	互联网访问内网的接入系统
	上网行为管理系统	软硬一体	控制并审计机构内部上网行为
	业务安全网关	软硬一体	业务系统的审计、预警、可视化管理
	工业控制安全网关	软硬一体	工控网络区域的安全边界逻辑隔离
	网络流量传感器	软硬一体	机构网络的信息采集、威胁警告等
	云安全管理平台	纯软件	云用户安全与云的安全运营
	虚拟化安全管理系统	纯软件	保障虚拟化、容器、服务器安全
	数据库审计系统	软硬一体	机构数据库访问审计
	堡垒机系统	软硬一体	机构数据中心的安全运维
	网站安全云防护系统	纯软件 (SaaS)	机构网站防护
	全球鹰安全监测与运营服务	纯软件 (SaaS)	企业及监管对互联网网站安全检测
	补天漏洞情报与众测服务	纯软件 (SaaS)	机构系统的漏洞挖掘和修复
	大数据智能安全监测与管控产品体系	网络空间安全态势感知与通报处置平台	软硬一体/纯软件
政企态势感知与安全运营管理平台		软硬一体/纯软件	大型企事业单位的整体安全感知
新一代威胁态势感知与响应系统		软硬一体	有一定自动化的安全感知系统
威胁情报平台		软硬一体/纯软件	大型企事业单位的网安运营分析平台
大数据情报分析系统		纯软件	辅助公安机关信息分析和线索侦破
工业安全监测系统		软硬一体	解决工控网络中入侵和异常操作等问题

资料来源：招股说明书，财信证券整理

公司持续革新自身网络安全产品，同时采取规模优先的战术积极扩张，使公司在终端安全软件、态势感知、安全管理平台等多个产品领域取得市场较为领先的地位，其中部分领域的领先地位不断提升。这些领域的规模优势也进一步为公司布设网络安全探针、进行产品体系化联动、获取网安大数据等运营提供了保障，反过来促进公司竞争力提升，形成良性循环。

表 3：奇安信部分网络安全产品市场规模排名

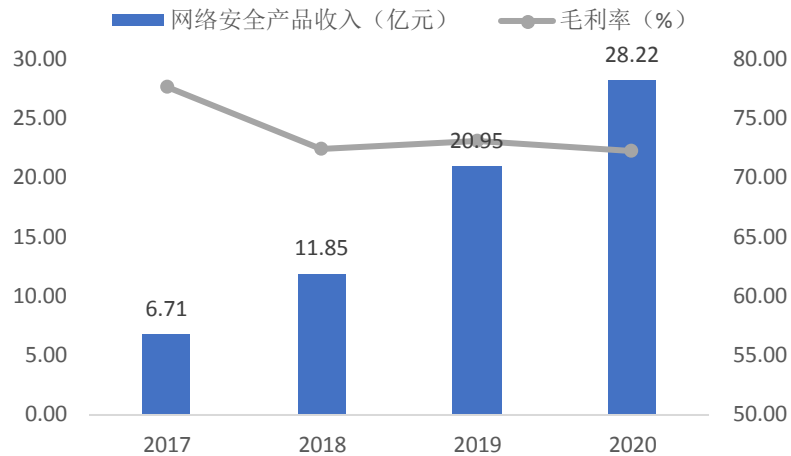
产品领域	2017	2018	2019	2020
终端安全软件	2	1	1	1
安全管理平台	2	1	1	1
安全分析与威胁情报	-	-	-	1
云安全	-	1	1	-
威胁检测与响应	-	-	1	1
政府行业 IT 安全软件	-	-	-	1
安全资源池	-	-	1	1

资料来源：IDC，赛迪咨询，公司年报，招股说明书，财信证券整理

受网络安全产品营收规模逐步扩大，营收占比也有所提高，是现阶段公司毛利的主

要来源。2020年网络安全服务业务实现营收28.22亿元，同比增长34.72%，近三年复合增长率约为61.42%。受人力成本上升以及服务器、工控机等材料成本价格上升影响，网络安全产品业务的毛利率小幅承压，2020年毛利率为72.24%，较上年同期小幅降低0.86个百分点。

图8：奇安信网络安全产品规模



资料来源：Wind，财信证券整理

(2) 网络安全服务业务

网络安全服务业务以安全数据为基础，利用专业安全分析工具，通过提供安全运行等一系列服务，在云端安全大数据及云端安全服务的支撑下，为客户提供全周期的安全保障服务。近年来全球网络攻击出现智能化、隐蔽化、多样化，仅依靠网络安全产品进行支撑无法满足实际的防护需求，需要专业的安全服务来进行体系化的维护和运营。公司的网络安全服务根据实际需求提供技术、咨询及安全保障等服务，具体包括安全咨询与规划、安全分析与响应、安全评估与测试、安全情报与运营四大类。

表4：奇安信主要网络安全服务

基本分类	所处阶段	产品名称
安全咨询与规划	规划阶段	网络安全体系规划设计服务
		分级保护安全服务
		等级保护安全服务
安全评估与测试	运行阶段	风险评估服务
		失陷检测服务
		资产发现服务
		下一代渗透检测服务
		红队评估服务
安全分析与响应	运行阶段（新赛道）	应急响应服务
		追踪溯源服务
		实战攻防服务
		安全重保服务
安全情报与运营	运行阶段（新赛道）	安全运行服务
		流量分析服务
		订阅分析服务

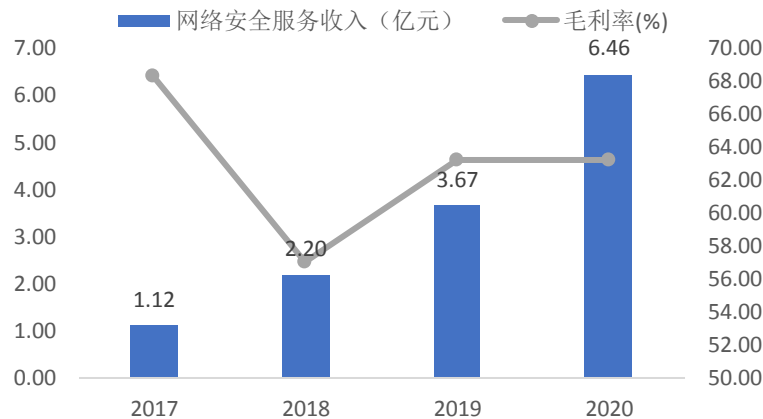
安全实训服务

考试认证服务

资料来源：招股说明书，财信证券整理

网络安全服务的竞争力与公司实战攻防能力相关性较强，由于公司在近年实战攻防演练中持续取得较好成绩，网络安全服务业务营收在近三年均实现高速增长，较高的毛利率使之逐渐成为新的利润增长点。2020年网络安全服务业务实现营收6.46亿元，同比增长76.02%，近三年复合增长率约为79.33%；毛利率63.28%，较上年同期基本持平。

图9：奇安信网络安全服务规模

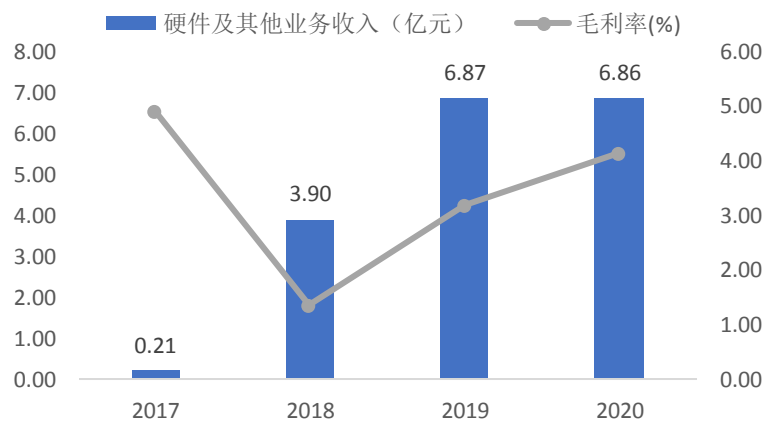


资料来源：公司公告，财信证券整理

(3) 硬件及其他业务

硬件及其他业务系公司在为客户提供网络安全解决方案时，为客户配套外采第三方硬件产品并销售给对方的业务，包括服务器、交换机等IT设备，并将自身提供的网络安全解决方案与外采设备进行适配、整合，使得公司自身的产品与外采设备能够有效集成至客户的信息系统或业务系统中，从而为客户建设协同联动的网络安全防护体系。硬件及其他主要是根据客户需求进行专项采购的系统集成类业务，该类业务为网络安全市场上较为成熟的业务，竞争较为激烈，因此毛利率较低。2020年硬件及其他业务实现营收6.86亿元，同比减少0.27%，毛利率4.14%。

图10：奇安信硬件及其他业务规模



资料来源：公司公告，财信证券整理

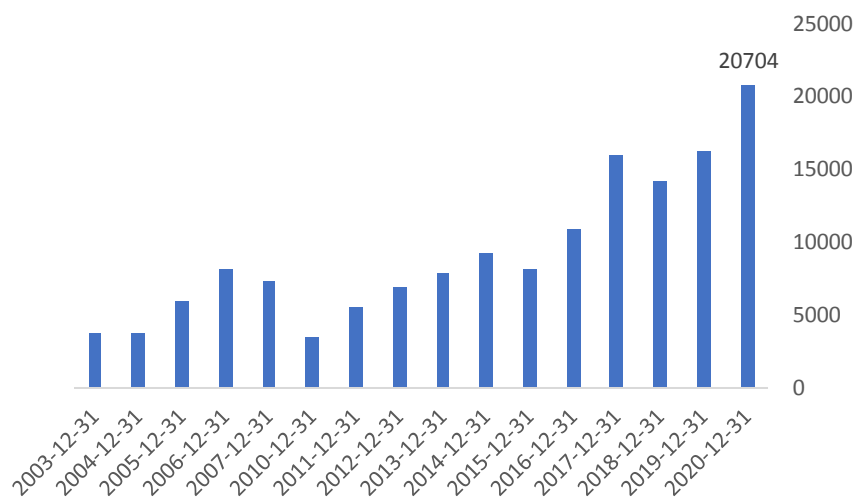
2 网安产业迎升级机遇，法规政策保障产业环境

2.1 网安产业迎升级机遇，公司理念领先有望受益

自 2000 年前后的科技泡沫以来,IT 产业在过去二十年左右的历史中实现了极大的体系化发展,并通过不断提高的数据生产、数据挖掘、数据应用能力体现出行业价值,不论是电子商务、移动互联网、云计算、大数据等相对成熟的技术,还是物联网、人工智能等正在走向大规模应用的技术均可作为佐证。2020 年,《中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》正式发布,这是国内首次将数据列为与土地、劳动力、资本、技术并列的生产要素并写入中央文件,充分反映社会对数据的认可。

网络安全产业是整个 IT 产业中保障数据安全以及数据应用环境安全的主力军,但网络安全行业的发展速度在安全能力、规模、成熟度、覆盖面等多个领域与 IT 产业整体相比均存在落差。在过去较长时间中,网安产业主要受事件和合规驱动,建设体系零散,存在缺乏规划、预算、人力、运营的情况。大数据时代下,数据成为网络攻击的主要目标,以被动防御为主的传统网安技术既难以仅仅依靠追加硬件的手段保护数量激增的终端,也难以有效防御愈发智能化、多样化的网络攻击,与当前 IT 产业需求的互联、协同属性显然不符。我国 IT 产业起步较晚,过去十年间互联网产业的蓬勃发展推动了国内 IT 产业成长,但信息安全漏洞等问题也迅速显现。据国家互联网应急中心统计,2020 年我国全年新增信息安全漏洞达 20704 个,同比增长约 28%。网络安全产业升级是大势所趋。

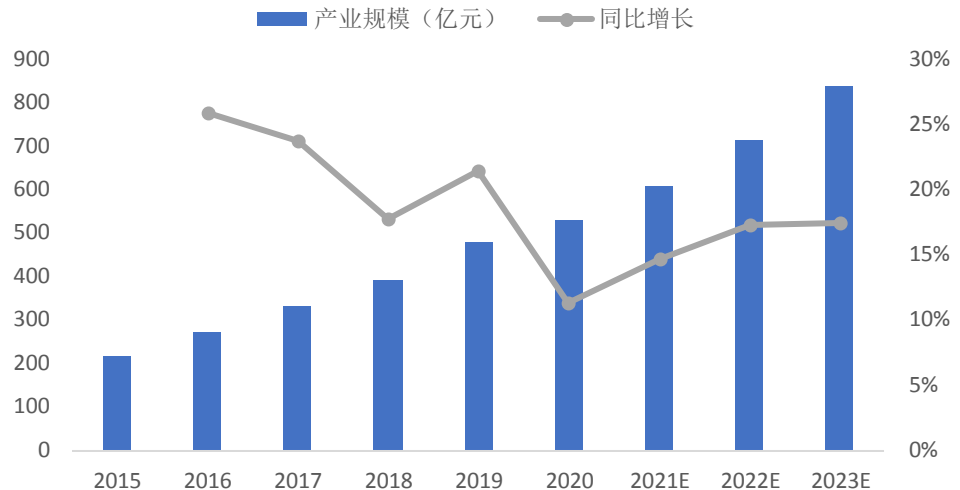
图 11: 国内新增信息安全漏洞数量



资料来源: 国家互联网应急中心, 财信证券整理

据中国网络安全产业联盟测算,2020 年我国网络安全市场规模约为 532 亿元,由于受疫情影响,全年增速有所放缓,同比增长率为 11.3%。《数据安全法》、《个人信息保护法》以及《关键信息基础设施安全保护条例》等关键法规与政策的发布将引领新需求并将形成可观的增量市场,预计未来三年将保持 15% 增速,到 2023 年市场规模预计将超过 800 亿元。

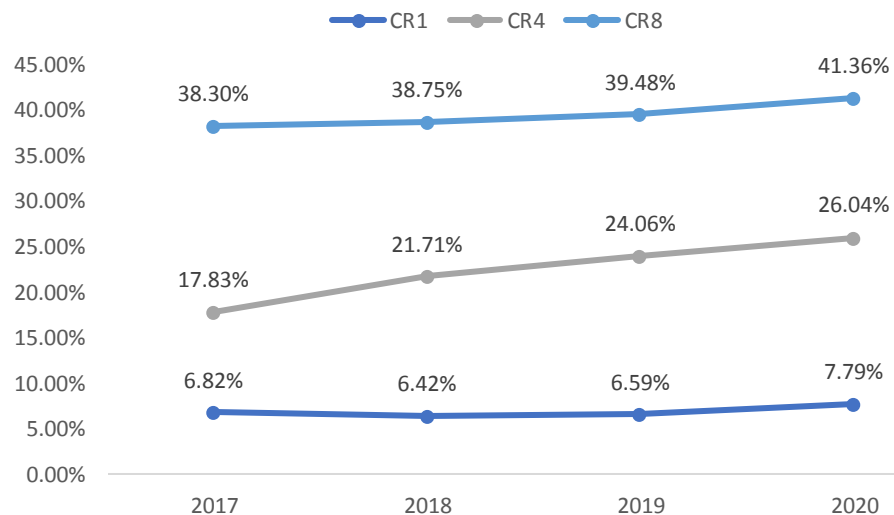
图 12：中国网络安全产业规模预测



资料来源：中国网络安全产业联盟，财信证券整理

与大数据应用类似，网安行业公司体系化发展的能力将受到现有业务规模、客户广度、产品深度、产品所处位置等因素的影响。由于头部公司凭借规模优势更能实现体系化，近三年网安行业龙头份额逐步提升。据中国网络安全产业联盟统计，2020年我国网络安全市场 CR1 为 7.79%，CR4 为 26.4%，CR8 为 41.36%，分别较上年提升 1.20、1.98、1.88 个百分点。根据“产业经济学之父”美国经济学家贝恩的理论，CR8 的市场占有率总和突破 40% 标志着我国网安行业成为低集中寡占型结构，行业龙头的竞争优势或将更加明显。

图 13：我国网安行业集中度情况



资料来源：中国网络安全产业联盟，财信证券整理

回顾公司发展史不难发现，公司率先提出了“数据驱动安全”（2015 年）、“44333 安全理念”（2017 年）、“内生安全理念”（2019 年）等重要理念并进行布局。这些理念于布局针对云计算、大数据、物联网、移动互联网、工业互联网和 5G 等新技术下产生的新业态、新业务和新场景，助力公司为政府与企业等机构客户提供全面、有效的网络安全解

决方案，从而推动公司市场份额持续扩大。由于网安行业具有较强的实战对抗性，连续的领先理论和实践不仅证明了公司对网安产业发展的洞察力，同时也侧面印证了公司人才团队的综合实力。因此，公司有望凭借优秀的综合能力参与更多本轮网安产业升级的标准制订，从而助力公司在未来取得更多市场份额。

2.2 “十四五”法规政策更接近应用，网安环境建设路线逐渐明晰

我国自“十一五”开始持续推出网络安全法规与政策，但由于早期IT产业的不发达，政策数量较少，覆盖面也较小。“十三五”期间，我国陆续出台包括《网络安全法》在内的大量网络安全相关政策，从数量和体系化程度上较此前都有较大的提升，网安顶层设计逐步显现，反映了“互联网+”环境下政府对网络安全的重视。

经过“十一五”到“十三五”的铺垫，网络安全立法进程在“十四五”起始的2021年进入高潮，年中密集发布了《数据安全法》、《个人信息保护法》、《网络产品安全漏洞管理规定》、《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》等重磅法律法规。

表 5：“十一五”到“十四五”主要网络安全法律法规

法律法规名称	实施/发布时间	所处五年规划
《等级保护制度》	2007.06	“十一五”
《保密法》	2010.10	“十一五”
《保密法实施条例》	2014.03	“十二五”
《国家安全法》	2015.07	“十二五”
《网络安全法》	2017.06	“十三五”
《反间谍法实施细则》	2017.11	“十三五”
《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》	2018.06	“十三五”
《电子签名法》	2019.04	“十三五”
《密码法》	2020.01	“十三五”
《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》	2021.07	“十四五”
《数据安全法》	2021.09	“十四五”
《关键信息基础设施保护条例》	2021.09	“十四五”
《网络产品安全漏洞管理条例》	2021.09	“十四五”
《个人信息保护法》	2021.11	“十四五”
《网络数据安全条例（征求意见稿）》	2021.11	“十四五”

资料来源：国务院网信办，CCIA，财信证券整理

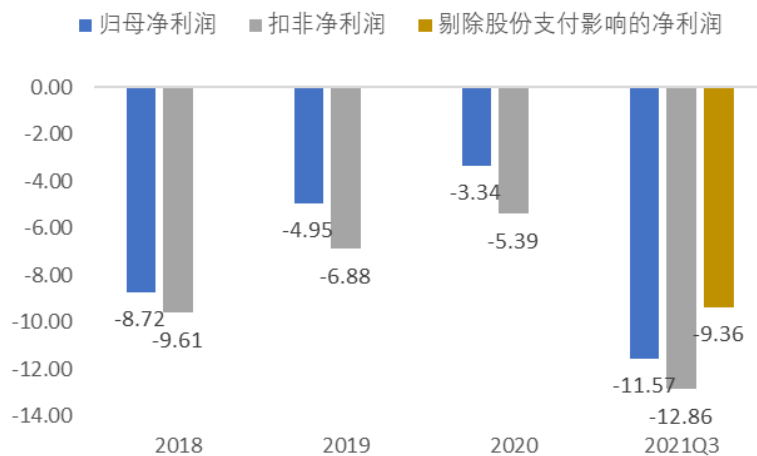
不难发现，2021年实施或发布的法律法规不仅包含《数据安全法》等纲领性文件，还有多部细则性文件，对网络安全环境的建设路线提出了更为明确的指引。以2021年9月发布的《物联网基础安全标准体系建设指南（2021版）》为例，该指南明确提出基于总体安全、终端安全、网关安全、平台安全、安全管理5大类、25小类标准的体系框架，在2022年初步建立物联网基础安全标准体系并研制重点行业标准10项以上，到2025年形成较为完善的物联网基础安全标准体系并研制行业标准30项以上。这些细则性文件将有望指引并加速整个网安产业的新一轮升级迭代。

3 财务逐步改善，阶段转型成效初显

3.1 亏损继续收窄，费用率持续降低

公司尚未实现盈利，但近三年年报亏损保持收窄态势。2020 年公司实现归母净利润为-3.34 亿元，亏损同比缩窄 32.44%；实现扣非净利润-5.39 亿元，亏损同比缩窄 21.63%。2021 年公司计提的股份支付费用使前三季度业绩压力增大，前三季度归母净利润为-11.57 亿元，亏损同比扩大 14.85%；扣非净利润为-12.86 亿元，亏损同比扩大 22.32%；其中计提的股份支付费用为 2.20 亿元，剔除后的归母净利润为-9.36 亿元，亏损同比收窄 7.04%。

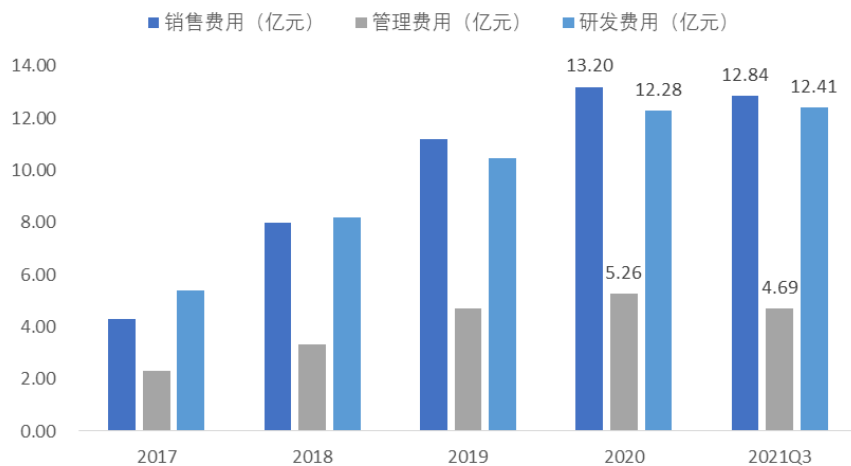
图 14：奇安信净利润规模（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

公司主要费用随营收扩张持续增长，2020 年销售费用、管理费用、研发费用分别达 13.20、5.26、12.28 亿元，同比增速分别为 18.07%、11.91%、17.29%。2021 年前三季度公司经营逐渐摆脱疫情影响，同时由于股权激励影响，主要费用进一步增长，销售费用、管理费用、研发费用分别达 12.84、4.69、12.41 亿元，同比增速分别为 32.91%、29.32%、42.52%。

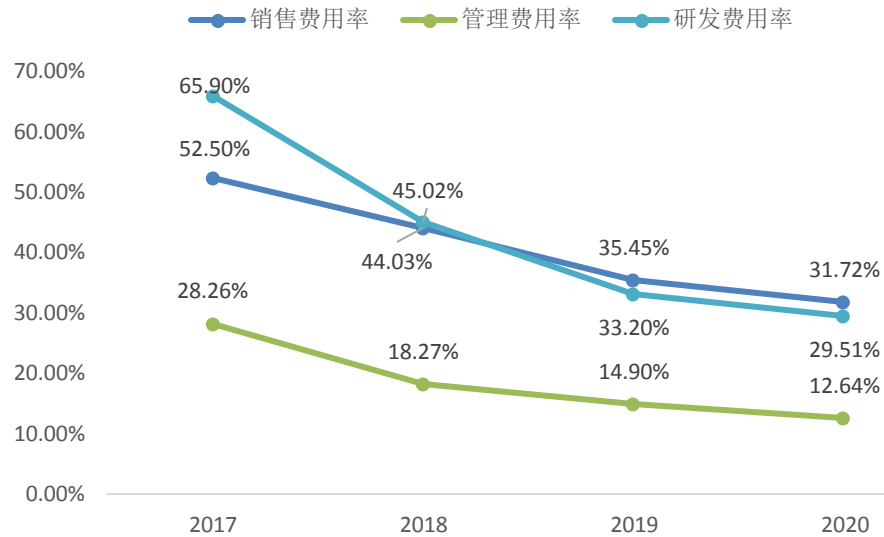
图 15：奇安信费用规模



资料来源：公司公告，财信证券

公司营收扩大的规模效应使主要费用率持续下降,2020年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为31.72%、12.64%、29.51%,分别较上年同期降低3.73、2.26、3.69个百分点。

图 16: 奇安信费用率情况

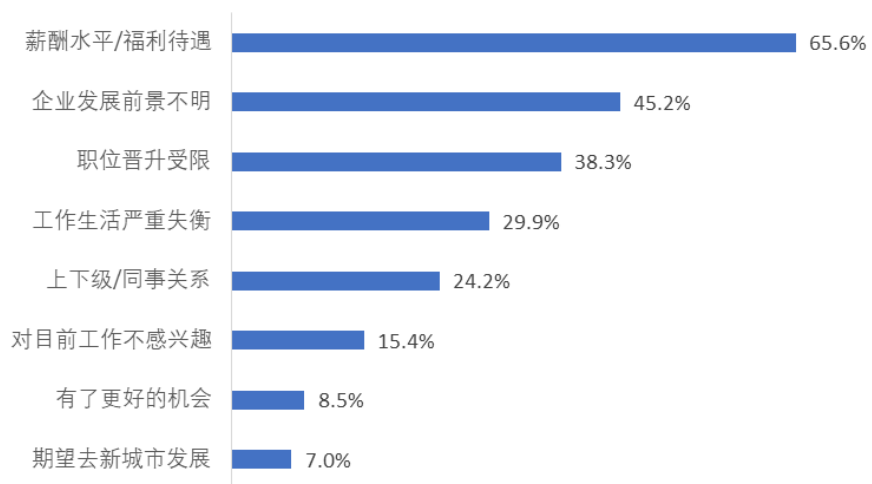


资料来源:公司公告,财信证券

3.2 人均薪酬保持高位,预计费用总额仍将保持较快增长

根据智联招聘《2020年白领秋季跳槽及职业发展调研报告》显示,2020年秋季白领跳槽的第一大原因为薪资待遇,占比达65.6%。

图 17: 2020年秋季白领跳槽原因

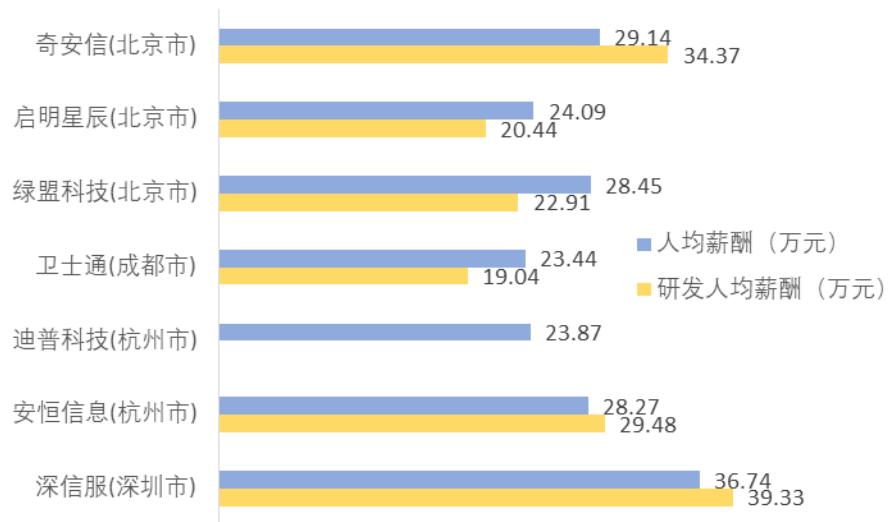


资料来源:智联招聘,财信证券整理

公司明确源源不断的优质人才输入是计算机行业公司长期竞争力的重要来源。公司的人均薪酬,特别是研发人员的人均薪酬处于网安行业领先水平。2020年,公司人均薪酬为29.14万元,研发人员人均薪酬为34.37万元,均位居网安行业CR8第二(剔除因业务剥离导致不可比的天融信)。如果结合不同城市的薪资水平差异,以及北京市拥有全

国最多的网安行业就业机会（CCIA 统计 2020 年北京有网安企业 1080 家，排名各省市自治区第一名），公司薪资竞争力处于行业头部水平。

图 18：2020 年网安行业 CR8 人均薪酬（不含天融信）



资料来源：Wind，财信证券整理

在较高的日常薪资之外，公司进一步健全公司长效激励约束机制，制定了 2020 年度限制性股票激励计划并向 1147 名公司管理人员、核心技术人员及其他员工授予了限制性股票，有效地将股东、公司和核心团队三方利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，以确保公司发展战略和经营目标的实现。结合较高的薪资水平，预计公司未来三年仍将保持相对较快的费用总额增长。

3.3 阶段转型进行时，人均创收效果初显

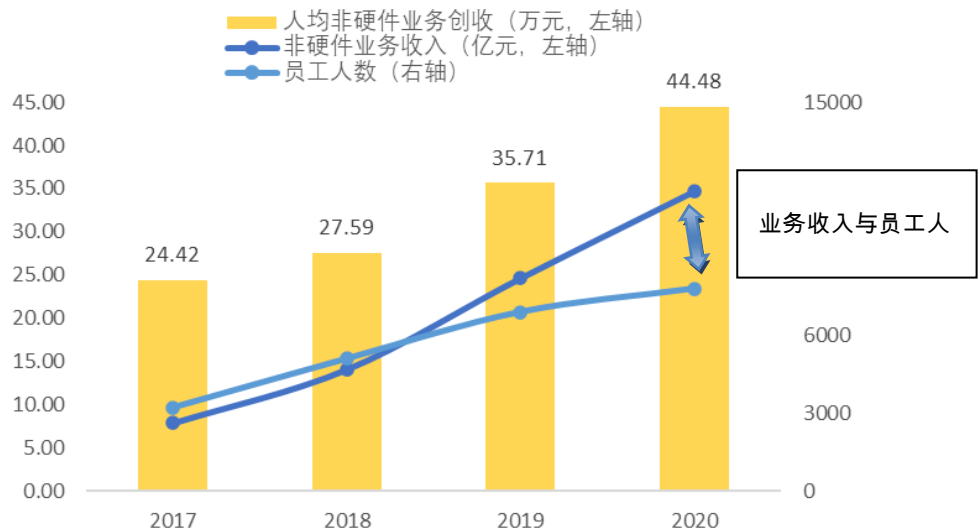
公司采取的“重视体系化投入、建设平台化能力、建立先发优势”的战略发展目标和布局。围绕这个发展目标和布局，公司设置了两个阶段的发展目标，分别为“快速上规模”与“高质量发展”。公司在招股说明书中披露，公司已经基本完成了“快速上规模”的发展目标，于 2020 年进入“高质量发展”阶段。

在“高质量发展”阶段，公司将重心转移到“提效降本”上来，注重提高盈利态势。公司将重点推动从“建平台”到“用平台”的转变，减少人员的大规模扩张，开始推进元效管理及考核（综合元效=项目毛利/人力成本+部门直接费用+部门分摊费用），推动产品研发人员用研发平台先进的技术成果去转化为新产品，拓展新市场；此外，公司仍将推动研发人员将平台以外的产品功能、组件、技术转化为标准模块和平台，进一步提升人员效率、缩短研发周期、降低生产成本。

从财务数据上看，这一转变将注重于提高人均产出，从而提高边际利润率。剔除硬件及其他业务后，公司近三年人均创收持续以较快速度提升，2019 年后人均创收曲线与员工人数曲线开始逐渐分离。2020 年，公司非硬件业务人均创收达到 44.48 亿元，同比增长 24.58%，近三年复合增长率约为 22%。预计公司未来将保持对人均创收的提高，推

动公司净利率持续改善。

图 19：公司非硬件业务收入与员工人数曲线分离



资料来源：公司年报，招股说明书，财信证券整理

4 盈利预测与评级

基于以上对奇安信及网安行业的分析，我们对公司未来发展做出如下假设和预测。

(1) 由于《关键信息基础设施保护条例》等法规政策已开始实施，合规性网安需求将在“十四五”期间持续释放，叠加各行业数字化带来的网安需求增长以及信创采购，网络安全产品有望以较快的速度稳健增长。预计公司 2021-2023 年网络安全产品收入同比增速分别为 45%、35%、30%，对应收入规模分别达到 40.92、55.24、71.81 亿元。由于网络安全产品中的硬件材料部分在全球经济环境下存在上涨风险，而边际人力成本在公司平台化战略下有望逐步降低，预计公司网络安全产品业务毛利率在未来三年维持在 72%。

(2) 受益于近年实战攻防演练规模的逐渐扩大以及网络安全的体系化发展，基数较低的网络服务业务有望快速增长。预计公司 2021-2023 年网络安全服务收入同比增速分别为 80%、60%、40%，对应收入规模分别达到 11.63、18.60、26.05 亿元。公司研发平台的降本增效功能正逐步显现，预计在网络安全服务的边际成本将得到降低，预计公司网络安全服务业务未来三年的毛利率分别为 65%、68%、70%。

(3) 硬件及其他业务属于网安产品及网安服务的附加项，在上游硬件涨价、客户数字化程度日渐提高的情况下，公司硬件及其他业务的规模预计将维持在平稳状态。预测公司 2021-2023 年硬件及其他业务营收同比增速分别为 -5%、5%、5%，营收规模分别为 6.60、7.01、7.44 亿元。由于公司不以硬件业务为主要盈利点，预计未来三年硬件及其他业务的毛利率将维持在 4%。

(4) 尽管公司 2020 年期间费用受疫情影响放缓，但 2021 年前三季度费用恢复增长，公司还迅速推出股权激励计划，一方面表明公司对业务增长的信心，另一方面也表明公

司费用仍将保持较快增速。值得注意的是，由于网安行业需要大量技术支持团队（计入销售费用），因此公司销售费用增长不会明显低于研发费用。预计 2021-2023 年期间，销售费用同比增速分别为 30%、28%、25%，管理费用增速分别为 20%、18%、15%，研发费用增速分别为 30%、28%、25%。**2021-2023 年合计费用率分别为 66.68%、61.66%、58.47%，其中 2023 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 26.08%、8.14%、24.26%。**

表 6：奇安信营收及主要费用预测（2021-2023）

项目	2020E	2021E	2022E	2023E
网络安全产品收入（亿元）	28.22	40.92	55.24	71.81
YoY	34.72%	45.00%	35.00%	30.00%
毛利率	72.24%	72.00%	72.00%	72.00%
网络安全服务收入（亿元）	6.46	11.63	18.60	26.05
YoY	75.89%	80.00%	60.00%	40.00%
毛利率	63.28%	65.00%	68.00%	70.00%
硬件及其他收入（亿元）	6.94	6.60	7.01	7.44
YoY	-0.27%	-5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	4.47%	4.00%	4.00%	4.00%
主营业务收入（亿元）	41.61	59.15	80.86	105.30
YoY	31.93%	42.14%	36.70%	30.23%
毛利率	59.57%	62.97%	65.14%	66.66%
销售费用（亿元）	13.20	17.16	21.97	27.46
YoY	18.07%	30.00%	28.00%	25.00%
销售费用率	31.72%	29.01%	27.17%	26.08%
管理费用（亿元）	5.26	6.31	7.45	8.57
YoY	12.02%	20.00%	18.00%	15.00%
管理费用率	12.65%	10.68%	9.21%	8.14%
研发费用（亿元）	12.28	12.28	15.97	20.44
YoY	17.28%	30.00%	28.00%	25.00%
研发费用率	29.51%	26.99%	25.27%	24.26%
合计费用率	73.88%	66.68%	61.66%	58.47%

资料来源：Wind，财信证券

预计公司 2021-2023 年营收总和分别为 59.15、80.86、105.30 亿元，归属上市股东的净利润分别为-2.47、2.28、7.79 亿元，EPS 分别为-0.36、0.34、1.15 元。由于公司业务正处于快速成长期且尚未盈利，我们分别选取较为国内和国外可比公司为参考进行整体法估值。

- （1）国内可比公司。我们选取 CCIA 测算的 2020 年国内网安企业 CR8 的其他 7 家公司作为可比公司，计算得可比公司 2022 年一致预期营业收入对应当前的 PS 估值中位数约为 8.05。由于公司目前处于国内网安行业 CR1 的位置，且增速处于 CR8 领先水平，综合考虑估值溢价后给予公司 2022 年 9.00-11.00x PS 估值，对应合理市值区间约为 728-809 亿元。

表 7：国内网安行业 CR8 其他公司估值

证券代码	公司名称	PS (TTM)	PS (2022E)
300454.SZ	深信服	12.55	8.05
300369.SZ	绿盟科技	5.79	3.91
688023.SH	安恒信息	15.18	8.60
300768.SZ	迪普科技	18.36	12.62
002268.SZ	卫士通	17.53	12.75
002439.SZ	启明星辰	6.19	4.53
002212.SZ	天融信	6.44	4.20
中位数		12.55	8.05

资料来源：Wind，财信证券

(2) 国际可比公司。我们从国外网络安全垂直媒体 eSecurity Planet 评选出的《2021 年 TOP20 网络安全供应商》中选取网安业务占比较高、营收规模与公司可比的上市公司进行对比。筛选后 7 家可比公司当前 PS (TTM) 估值的中位数约为 11.33x，结合 2020 年营收规模加权平均的 PS (TTM) 估值为 13.76x。综合考虑奇安信与这些国际可比公司所处发展阶段的差异性，给予公司 2022 年 11.00-13.00x PS 估值，对应合理市值区间约为 809-1051 亿元。

表 8：国际可比网安公司估值

证券代码	公司名称	PS (TTM)	2020 年营收 (亿元)
PANW.O	PALO ALTO	11.33	238.07
FTNT.O	FORTINET	17.91	169.28
CRWD.O	CROWDSTRIKE	51.66	56.58
OKTA.O	OKTA	36.54	54.06
CHKP.O	CHECK POINT	7.42	134.73
MCFE.O	MCAFEE	3.52	189.86
SPLK.O	SPLUNK	8.88	144.26
估值中位数		11.33	
按 2020 年报营收加权平均估值			13.76

资料来源：Wind，财信证券

综合考虑两种估值方法的结果，给予奇安信 2022 年合理估值区间 10-12x PS 估值，对应合理股价区间为 119.00-142.80 元。维持“推荐”评级。

5 风险提示

技术发展不及预期风险；行业竞争加剧风险；政策不及预期风险；宏观经济发展不及预期风险。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3154	4161	5915	8086	10530	成长性					
减:营业成本	1365	1682	2190	2819	3510	营业收入增长率	73.61%	31.93%	42.14%	36.70%	30.23%
营业税费	33	39	55	75	98	总资产增长率	5.49%	73.65%	5.02%	20.00%	22.49%
销售费用	1118	1320	1716	2197	2746	净利润增长率	-0.59%	10.64%	81.92%	192.47%	241.14%
管理费用	470	526	631	745	857	EBITDA 增长率	7.18%	7.26%	90.69%	426.19%	131.46%
研发费用	1047	1228	1597	2044	2554	EBIT 增长率	3.24%	2.77%	83.11%	200.58%	231.04%
资产减值损失	-3	-61	0	0	0	股东权益增长率	16.88%	99.26%	-2.47%	2.34%	7.80%
加:公允价值变动收益	0	38	0	0	0	经营营运资本增长率	2551.30%	52.78%	72.07%	72.28%	53.67%
投资和汇兑收益	196	182	32.15	37.86	33.83	利润率					
营业利润	-705	-393	-285	196	754	毛利率	56.72%	59.57%	62.97%	65.14%	66.66%
加:营业外净收支	240	194	30	40	50	净利率	-50.03%	-33.89%	-4.31%	2.92%	7.64%
利润总额	-465	-199	-255	236	804	EBIT/销售收入	-47.23%	-34.81%	-4.14%	3.04%	7.74%
减:所得税	66	-17	0	0	0	EBITDA/销售收入	-42.78%	-30.07%	-1.97%	4.70%	8.36%
归母净利润	-495	-334	-247	228	779	运营效率					
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	固定资产周转率	16.15	3.25	4.79	6.80	9.20
货币资金	1258	5274	5711	6747	8406	应收账款周转率	2.41	2.20	2.08	1.86	1.70
交易性金融资产	-	-	-	-	-	存货周转率	1.82	2.78	4.47	4.42	6.60
应收账款	1717	2282	3349	4879	6882	总资产周转率	0.44	0.33	0.45	0.52	0.55
预付帐款	-	-	-	-	-	投资回报率					
存货	749	605	490	638	532	ROE	-9.85%	-3.34%	-2.53%	2.29%	7.24%
其他流动资产	601	1222	960	685	1325	ROA	-20.82%	-11.66%	-1.88%	1.57%	4.25%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROIC	-69.15%	-42.21%	-5.72%	5.01%	22.92%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	费用率					
长期股权投资	392	640	640	640	640	销售费用率	35.45%	31.72%	29.01%	27.17%	26.08%
投资性房地产	-	-	-	-	-	管理费用率	14.89%	12.65%	10.68%	9.21%	8.14%
固定资产	1190	1281	1236	1190	1144	研发费用率	33.20%	29.51%	26.99%	25.27%	24.26%
在建工程	-	-	-	-	-	三费/销售收入	83.55%	73.89%	66.69%	61.66%	58.47%
无形资产	1275	1258	1251	1238	1248	偿债能力					
其他非流动资产	601	1222	960	685	1325	资产负债率	29.55%	19.33%	16.28%	14.78%	12.02%
资产总额	7155	12424	13048	15658	19178	投资资本/总资产	53.31%	38.66%	31.54%	21.31%	13.07%
短期债务	0	14	0	0	0	流动比率	2.03	3.88	4.76	5.56	7.17
应付帐款	1968	2218	2058	2248	2240	速动比率	1.51	3.50	4.40	5.17	6.83
其他流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
长期借款	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	-	-	-
其他非流动负债	146	184	66	66	66	分红比率	-	-	-	-	-
负债总额	2114	2402	2124	2314	2305	股息收益率	-	-	-	-	-
少数股东权益	18	15	7	14	39	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	578	680	680	680	680	EBIT	-1489.62	-1448.40	-244.66	246.08	814.62
留存收益	-2164	-2467	-2714	-2485	-1706	EBITDA	-1349.47	-1251.45	-116.55	380.18	879.99
股东权益	5041	10022	9767	10003	10807	NOPLAT	-1763.43	-1609.90	-274.66	206.08	764.62
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润	-494.94	-334.37	-247.08	228.48	779.45
净利润	-495	-334	-247	228	779	EPS	-0.73	-0.49	-0.36	0.34	1.15
加:折旧和摊销	139	197	128	134	65	BPS	7.39	14.73	14.36	14.70	15.85
财务费用	22	-22	10	10	10	PE	-129.50	-191.69	-259.41	280.52	82.23
投资收益	196	182	30	40	50	PEG	0.73	0.82	N/A	N/A	N/A
少数股东损益	-58	-6	-8	7	25	PB	12.76	6.40	6.57	6.42	5.95
经营活动产生现金流量	-1114	-689	328	886	1468	PS	20.32	15.40	10.84	7.93	6.09
投资活动产生现金流量	-219	-623	0	10	20	PCF	-57.54	-93.09	195.63	72.33	43.66
融资活动产生现金流量	927	5325	110	140	170	EV/EBIT	-35.76	-40.66	-238.90	233.43	68.54

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438