



Research and
Development Center

研发确立地位，网安王者渐成

—— 奇安信（U 688561.SH）深度报告

2020年09月17日

鲁立 计算机行业分析师

证券研究报告

公司研究——深度研究

奇安信 (U 688561.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

鲁立 计算机行业分析师

执业编号: S1500520030003

联系电话: +13916253156

邮箱: luli@cindasc.com

研发确立地位，网安王者渐成

2020年09月17日

- ◆ **国内网络安全市场未来成长空间充足。**2019年网络安全政策法规持续完善优化，网络安全市场规范性逐步提升，政企客户在网络安全产品和服务上的投入稳步增长，市场整体规模达到523.09亿元。随着数字经济的发展、物联网建设的逐步推进，网络安全作为数字经济发展的必要保障，其投入将持续增加。根据Gartner研究，2019年中国网络安全市场占IT市场比例仅为1.7%，相对于全球平均水平（2018年为3.1%）还有较大差距，因此国内网络安全市场仍有充足发展空间。预计到2023年底，中国网络安全市场规模将突破千亿元。同时参考全球市场，我们也认为中国网络安全市场结构会逐渐向网络安全服务转型，未来网络安全服务市场有待进一步扩张。
- ◆ **业务结构逐渐优化，网络安全业务毛利率具竞争力。**公司网络安全产品业务的毛利占主营业务毛利的比例在80%以上，是公司盈利的主要来源。随着公司业务的不断发展，网络安全产品业务的毛利增长较快，2019年网络安全产品业务的毛利较2018年增长78.23%。我们认为，硬件及其他业务营收占比逐年提升：从纵向来看，该低毛利率业务导致公司总体毛利率呈现下滑趋势；横向来看，2017年后，公司总体毛利率低于其他供应商。公司继续深化硬件及其他业务主要出于业务协同及引入新客户诉求，刨去该业务影响，公司主营业务网络安全产品及服务毛利率在2017-2019毛利率分别为76.24%、73.16%及71.61%，仍处于行业正常区间。
- ◆ **技术研发实力强劲，规模效应显现。**2019年公司研发费用达到10.47亿元，研发费用率达33.20%，研发人员数量达到2591人，研发投入规模高于同行业公司。截至2020年4月29日，公司已拥有368项网络安全领域的主要发明专利和652项主要计算机软件著作权，另有超过850项专利申请正在审核中。值得关注的是，公司基于研发开拓业务从而保证市场地位，研发费用逐年提升。公司逐渐从业务开拓型公司向成熟型公司过度，研发费用占营收比例有所下降，规模效应显现。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们认为奇安信是国内领先的网络安全产品供应商，受益于网安市场持续发展。信创基石产品在国产化需求提升背景下未来可期，公司致力于突破核心关键技术，保障了网络安全。我们预计奇安信2020-2022年归母净利润分别为-2.92/0.84/5.01亿元，市销率P/S为16/12/8倍。考虑公司：1) 主营业务处于网络安全高景气度行业；2) 目前主业处于快速发展周期的初期，公司营收增速远超其他企业；3) 规模效应显现，期间费用率持续下降，未来随着模块化平台进一步融入公司生产生态，费用率有望持续下降；4) 网安产品具有一定技术壁垒，公司产品广受市场认可。预计未来将持续受益，给予“买入”评级。

◆ **风险因素:** 1) 行业政策落地情况不达预期, 2) 行业竞争持续加剧, 3) 疫情影响成为常态, 4) 核心技术人员流失风险

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	3,154	4,432	6,096	8,518
增长率 YoY %	73.61%	40.50%	37.56%	39.74%
归属母公司净利润(百万元)	-495	-292	84	501
增长率 YoY%	43.22%	40.96%	39.03%	498.38%
毛利率%	56.72%	57.49%	58.32%	58.94%
净资产收益率 ROE%	-9.85%	-2.80%	0.79%	4.54%
EPS(摊薄)(元)	-0.73	-0.43	0.12	0.74
市销率 P/S(倍)	11	16	11	8

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 09 月 11 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
“产品+服务+增值业务”三叉戟开拓市场，公司规模效应逐渐显现	2
以网络安全产品及服务为基点，业务矩阵逐渐完善	2
集合 360 优势，高起点助力快发展	4
股权结构清晰，齐向东控股，中国电子间接持股	5
业务结构逐渐优化，网络安全业务毛利率具竞争力	6
业务拓展期费用率高，大幅投入助力未来发展	7
以研发为业务基石，公司在多领域获市场验证	10
布局领先的综合型网络安全企业	10
技术研发实力强劲，多细分领域领跑市场	12
布局零信任新赛道，技术能力受市场肯定	18
国内网安服务化转型趋势明显，公司该业务有增量空间	20
产品打入“信创+HW”热点产业，公司未来业绩可期	22
产品全面适配信创体系	22
积极参与 HW 行动	22
“内源投资+外生并购”，精耕细作网安市场	24
投资科技创新领域，支撑公司未来业绩增长	24
加速并购，涉足网络安全细分领域	24
政策支撑叠加细分领域强需求，中国网络安全市场上升无压力	26
国内网络安全市场未来成长空间巨大，网络安全服务最有增量空间	26
政策法律体系不断完善，提供产业发展优良环境	28
信息通信技术不断发展是网络安全产业发展的源动力	29
盈利预测与投资评级	32
风险因素	34

表 目 录

表 1: 公司网络安全服务列表	4
表 2: 公司领跑网络安全细分领域	14
表 3: 公司产品获奖情况	15
表 4: 四大模块研发平台介绍	17
表 5: 零信任国家标准立项	19
表 6: 公司已适配国产产品部分列表	22
表 7: 公司公开募资投入方案	24
表 8: 奇安信并购信息	24
表 9: 网络安全相关政策梳理	28
表 10: 近期数据泄密事件列选	30
表 11: 奇安信重要财务指标	33
表 12: 可比公司估值	34

图 目 录

图 1: 公司产品与服务体系示意图	2
图 2: 公司产品体系示意图	3
图 3: 360 带来的协同优势	5
图 4: 公司股权结构分析	5
图 5: 主营业务收入，万元，2017-2019	6
图 6: 公司业务收入分拆，2017-2019	6
图 7: 公司各业务毛利率分拆，2017-2019	7
图 8: 同行业内毛利率对比	7
图 9: 公司期间费用，万元，2017-2019	8
图 10: 公司期间费用分拆，2017-2019	8
图 11: 同行业内研发费用率对比，2017-2019	8
图 12: 同行业内管理费用率对比，2017-2019	8
图 13: 同行业内销售费用率对比，2017-2019	8
图 14: 同行业内营业数据对比	10
图 15: 奇安信入选安全牛行业全景图情况	10
图 16: 列选部分入选的二类细分领域	10
图 17: 同行业内员工数量对比，2017-2019	11
图 18: 公司创新理念介绍	11
图 19: 同行业内研发人员对比，2017-2019	12
图 20: 研发费用及营收占比，百万，2017-2019	12
表 21: 同行业内发明专利数量对比	13
图 22: 奇安信创新团队	13
图 23: 中国网络安全 100 强企业，2019	15
图 24: 零信任与传统验证对比	18
图 25: 公司零信任平台架构逻辑图	19
图 26: 中国网络安全市场结构，2017-2019	20
图 27: 公司网络安全服务收入，万，2017-2019	20
图 28: 同行业内网络安全服务业务营收及增速，2017-2019	21
图 29: 同行业内网络安全服务业务毛利率，2017-2019	21
图 30: 公司业务收入，按行业分，2017-2019	22
图 31: HW 行动发展历程	23
图 32: 奇安信一级子公司目录	25
图 33: 全球网络信息安全市场规模，亿美元，2016-2021E	27
图 34: 全球网络信息安全市场产品结构，2018，亿美元	27
图 35: 中国云计算市场规模，亿元，2017-2023	29
图 36: 中国云安全市场规模，亿元，2017-2023	29
图 37: 中国大数据产业市场规模，亿元，2016-2021	30
图 38: 中国大数据安全市场规模，亿元，2016-2021	30
图 39: 中国物联网市场规模，亿元，2014-2020	31
图 40: 中国物联网安全市场规模，亿元，2016-2021	31
图 41: 中国工业互联网市场规模，亿元，2017-2020	32

投资聚焦

与市场主流认识不同的是，我们认为：1) 公司目前处于业务开拓期，需开拓渠道以及积累管理经验，导致各费用率相比其他企业更高；随着公司业务布局逐渐展开，规模效应显现，各期间费用率已呈现下调趋势。同时，公司积极开拓“模块化”研发平台，通过乐高式的拼接标准化产品完成客户定制化需求，旨在以可复制化的低边界成本产品来控制公司期间费用。因此，我们认为公司未来期间费用率将进一步下降并逐渐进入行业正常区间。2) 公司业务快速发展，客户不断增加，且客户相对分散，公司为此要投入更多的销售人员和技术人员；同时公司注重产品研发，因此公司研发人员及总体员工数高于其他业内企业，导致公司人均产出较业内同比企业低。公司人均产出（2019年为45.7万/人）落后深信服（2019年为75.2万/人），启明星辰（2019年为67.0万/人），安恒信息（2019年为52.5万/人）和绿盟科技（2019年为56.8万/人）。但若从增量维度而言，公司处于快速发展阶段，增速远超业同行，奇安信、深信服、启明星辰、安恒信息和绿盟科技2017-2019人均产出年复合增长率分别为：34.9%、3.7%、5.5%、9.9%和-0.4%。虽短期内人均产出仍可能为公司劣势，但随着公司“模块化”研发平台理念的深入布局以及公司逐渐成熟而产生的规模效应，我们认为人均产出将逐渐回归行业正常区间。

我们核心的推荐逻辑在于：（1）公司在逐渐完善网络安全业务产品矩阵的同时，开拓增值业务，达到业务协同及引入新客户诉求；（2）公司无论在研发费用率还是研发人数均处于行业前列，高研发投入赋能公司业务持续扩张，并受到市场及研究机构验证，在多个网络安全细分领域领跑市场；（3）公司旗下多款产品已全面适配信创体系，政府部门业务营收快速提升，鉴于当下国际环境以及政府端细分领域市场空间，公司有望借此东风并进一步提升市场占有率；（4）政策支撑叠加细分领域强需求打开网络安全市场，作为行业内头部企业，公司将享有此行业红利并增加业绩确定性。

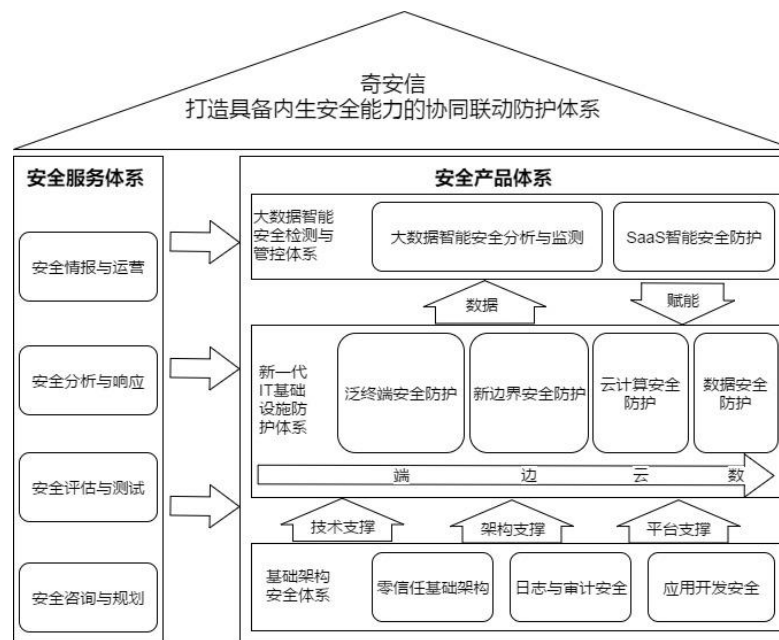
“产品+服务+增值业务” 三叉戟开拓市场，公司规模效应逐渐显现

以网络安全产品及服务为基点，业务矩阵逐渐完善

公司前身奇安信有限公司成立于2014年6月，原为360集团控制公司。2015年集团中企业安全业务拆分，专注为党政军企提供企业级产品、技术和服务。2018年奇安信有限吸收合并企业安全集团，继承了全部资产、负债业务及人员和其他权利义务，2019年整体变更为股份有限公司。

公司专注于网络空间安全市场，主营业务为向政府、企业客户提供新一代企业级网络安全产品和服务。凭借持续的创新研发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。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，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。

图 1：公司产品与服务体系示意图



资料来源：信达证券研发中心

网络安全产品

公司网络安全产品覆盖政企行业网络安全按细分领域，具体包括三大类，基础架构安全产品、新一代 IT 基础设施防护产品及大数据智能安全检测与管控产品：

第一类是基础架构安全产品。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。

第二类是新一代 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。

第三类是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，包括威胁检测、态势感知、安全管理等产品，充分利用大数据分析 with 人工智能方法，为客户提供检测、感知、分析、响应等能力。

图 2：公司产品体系示意图

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：信达证券研发中心

网络安全服务

公司从从信息化过程出发，创新发展了规划阶段的服务——“安全咨询与规划”，运行阶段的服务——“安全分析与响应”；同时，将实网攻防和数据运营等技术应用于运行阶段，改造了传统的安全服务，形成自有特色的“安全评估与测试服务”和“安全情报和运营”服务，公司不仅创新了安全服务的新赛道，同时通过形成服务矩阵提升安全服务的整体竞争力。

表 1：公司网络安全服务列表

服务分类	服务名称
安全咨询与规划	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	风险评估服务
	失陷检测服务
	资产发现服务
	下一代渗透测试服务
	红队评估服务
安全分析与响应	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	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：信达证券研发中心

硬件及其他

公司在为客户提供网络安全解决方案，该业务只要替政企客户在信息化改造等系统集成类项目中为客户配套外采第三方硬件产品，并进行销售给客户。主要的采购产品包括交换机、服务器等 IT 设备。除此之外，公司还需将自身研发的网络安全解决方案与这些外采产品进行适配，整合，以有效保障客户网络安全。

集合 360 优势，高起点助力快发展

公司前身是奇安信有限，为 360 旗下安全业务板块，成立于 2014 年 6 月，客户范围覆盖部门、中央直属企业和银行。2016 年 9 月，原 360 创始人、齐向东及其控制的安源创志完成对奇安信有限增资，齐向东变更为奇安信有限的实际控制人。2019 年 4 月，奇虎科技（360 全资子公司）将所持奇安信有限股权（占奇安信当时总股份的 22.5856%）全部转让给中电金投控股有限公司旗下的明洛投资，转让对价 37.31 亿元。转让完成后，360 与奇安信之间不再有股权关系，同时 360 终止对奇安信“360”品牌、商标、商号、技术、数据等授权。

360 业务重心主要在 C 端市场，奇安信重心在政企 B 端市场；同时奇安信拥有诸多专利和软件著作权，因此我们认为公司业务从 360 剥离对于公司未来发展影响并不大。奇安信与 360 在网络安全业务内容重合度较高，公司可依托 360 平台在人才、技术、数据以及品牌方面优势快速发展。

图 3: 360 带来的协同优势

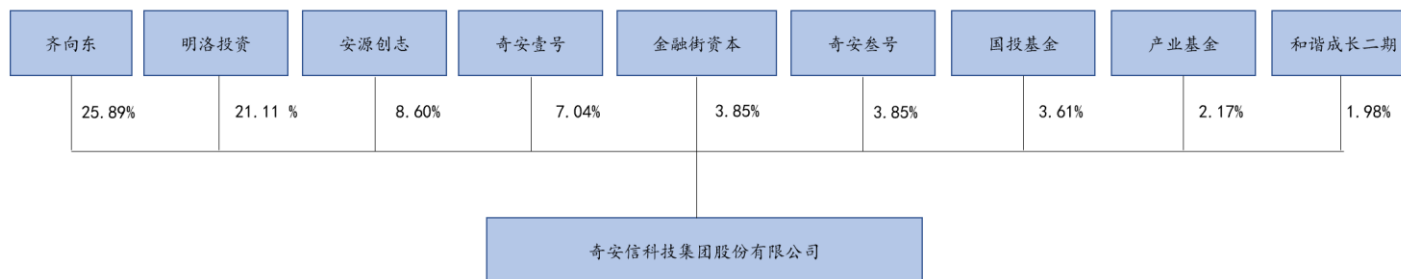
优势	描述
品牌	360 是国内网络安全行业拥有较高知名度，是 C 端网络安全市场龙头企业；由中国互联网协会、工信部牵头的 2019 年中国互联网企业 100 强榜单中，360 公司是进入十强的唯一一家网络安全公司。
数据	根据第三方艾瑞咨询的数据，2019 年 360PC 安全产品的市场渗透率为 97.84%，平均月活跃用户数保持在 5 亿以上，安全市场持续排名第一；PC 浏览器市场渗透率为 86.13%，平均月活跃用户数达 4.4 亿；移动安全产品的平均月活跃用户数达 4.9 亿。因此给 360 带来丰富的数据库：积累了海量的攻击行为数据，收集了约 280 亿全量样本库，先后发现 40 余个针对中国的境外 APT 组织，公司累计获得来自微软、谷歌、苹果等全球顶级公司约 2,000 次官方漏洞致谢。
人才、技术、销售渠道	在微软发布的 2019 MSRC 全球最具价值安全精英榜 TOP100 中，三六零包揽第一名和第二名，另共有 10 人上榜，7 人进入榜单前 50，入选人数和综合排名均列世界第一。奇安信之前负责 360 企业端业务，与 360 的业务内容有较高重复性，因此人才、技术、销售渠道方面有一定协同。

数据来源：360 年报，信达证券研发中心

股权结构清晰，齐向东控股，中国电子间接持股

公司董事长齐向东直接持有公司 25.89% 股份，同时通过安源创志与奇安叁号间接持有 12.45% 股份，总计持有奇安信 38.34% 股份，为公司实际控制人。2019 年中国电子认购奇安信股份，通过明洛投资控制奇安信 21.11% 股权，是公司的第二大股东。

图 4: 公司股权结构分析



数据来源：公司招股书，信达证券研发中心

业务结构逐渐优化，网络安全业务毛利率具竞争力

2017年、2018年及2019年，公司的主营业务收入分别为8.05亿元、17.95亿元和31.49亿元，2019年主营业务收入较2018年增长75.46%，2020年H1公司实现收入10.07亿元，受疫情影响，增长放缓至3%。其中，网络安全产品为主要营收来源，2017至2019年间占比分别为83.44%、66.04%和66.51%。硬件及其他业务于2018年起对公司营收产生巨大影响，是公司主要的增长极。

公司网络安全产品业务的毛利占主营业务毛利的比例在80%以上，是公司盈利的主要来源。随着公司业务的不断发展，网络安全产品业务的毛利增长较快，2019年网络安全产品业务的毛利较2018年增长78.23%。我们认为，硬件及其他业务营收占比逐年提升：从纵向来看，该低毛利率业务导致公司总体毛利率呈现下滑趋势；从横向来看，2017年后，公司总体毛利率低于其他供应商。公司继续深化硬件及其他业务主要出于业务协同及引入新客户诉求，刨去该业务影响，公司主营业务网络安全产品及服务毛利率在2017-2019年毛利率分别为76.24%、73.16%及71.61%，仍处于行业正常区间。

图 5：主营业务收入，万元，2017-2019

图 6：公司业务收入分拆，2017-2019

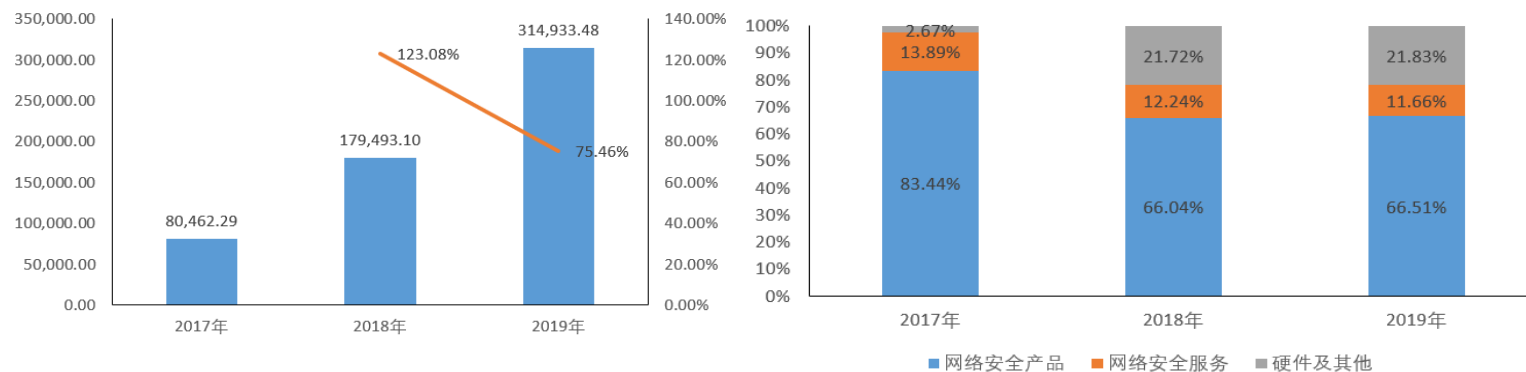


图 7: 公司各业务毛利率分拆, 2017-2019

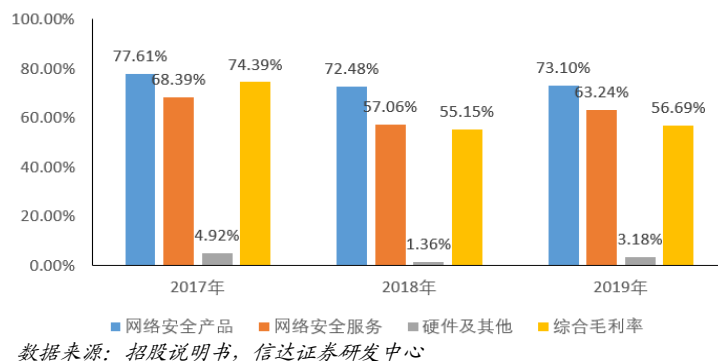
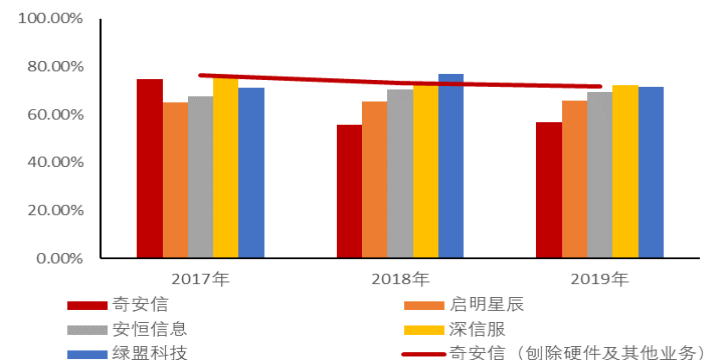


图 8: 同行业内毛利率对比



数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

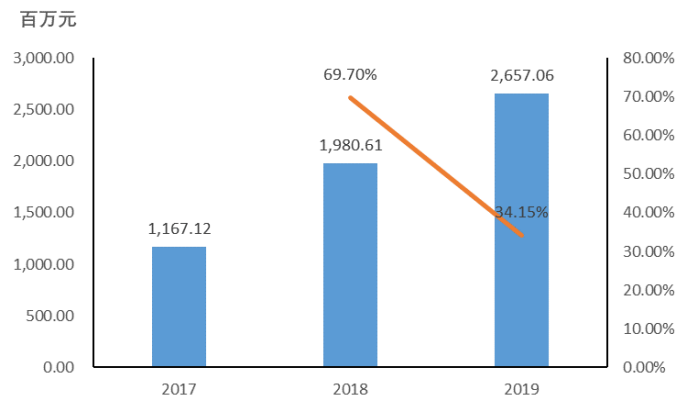
业务拓展期费用率高, 大幅投入助力未来发展

随着公司经营规模的增长, 期间费用整体规模呈上升趋势, 2017年、2018年及2019年, 期间费用合计分别为11.67亿元、19.81亿元和26.57亿元。

公司销售费用和研发费用占比较大, 占80%以上。主要是公司采用直签销售和渠道销售相结合的模式, 由于公司业务快速发展, 客户不断增加, 且客户相对分散, 公司为此要投入更多的销售人员和技术人员, 因此销售费用呈逐年增长趋势。另外, 行业特征和经营管理模式方面, 近年来互联网安全威胁类型呈更加多样化趋势, 威胁的攻击力显著提高, 对公司网络安

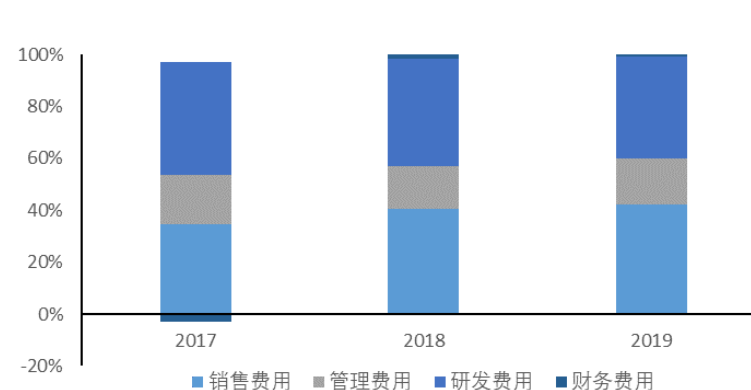
全产品和服务不断提出新的要求，公司属于技术密集型和创新型企业，在维护存量产品升级开发的基础上，注重新产品的研发，公司技术研发投入的力度较大，研发人员的数量不断增长，使得研发费用增加。

图 9: 公司期间费用, 万元, 2017-2019



数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 10: 公司期间费用分拆, 2017-2019



数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

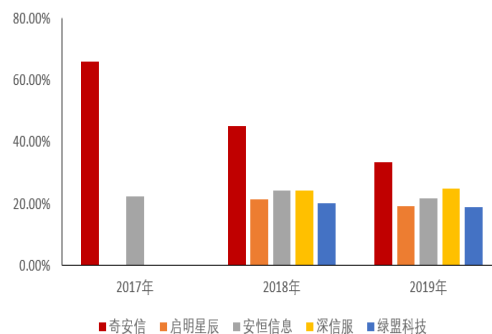
奇安信的各项费用率都高于同行业可比公司，我们认为公司仍处于业务拓展期和快速成长期，需要投入更多的资源和费用进行创新研发及市场拓展，因此公司的期间费用率高于同行业可比公司的平均水平。但我们可以发现，随着公司业务布局逐渐展开，规模效应显现，各期间费用率呈现下调趋势。同时，公司积极开拓“模块化”研发平台，通过乐高式的拼接标准化产品完成客户定制化需求，旨在以可复制化的低边界成本产品来控制公司期间费用。因此，我们认为公司未来期间费用率将进一步下降并逐渐进入行业正常区间。

图 11: 同行业内研发费用率对比, 2017-2019

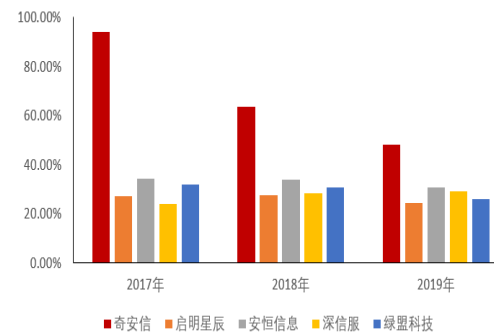
图 12: 同行业内管理费用率对比, 2017-2019

图 13: 同行业内销售费用率对比, 2017-2019

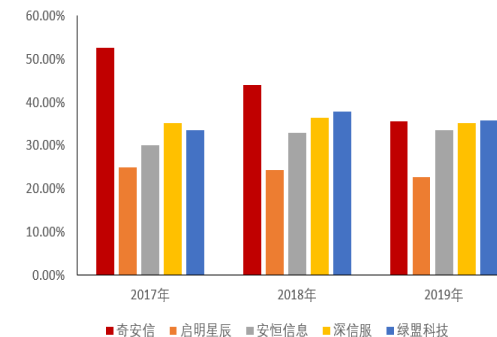
研发费用率比较



管理费用率对比



销售费用率比较

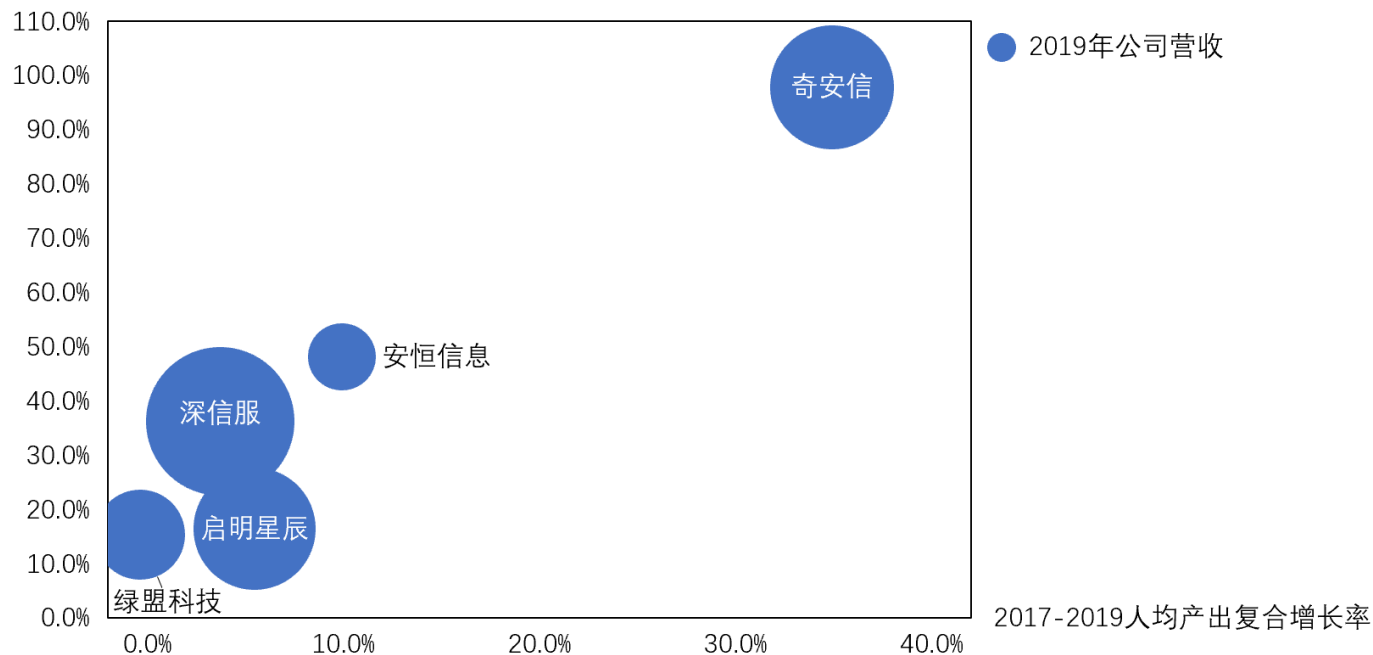


数据来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

前期投入进入反馈阶段，公司营收及人均产出增速远超同行。从存量来看，公司营收体量处于行业前列，但仍落后深信服；由于公司仍处于扩张阶段，公司人均营收（2019年为45.7万/人）落后深信服（2019年为75.2万/人），启明星辰（2019年为67.0万/人），安恒信息（2019年为52.5万/人）和绿盟科技（2019年为56.8万/人）。从增量维度而言，公司处于快速发展阶段，增速远超业同行。奇安信，安恒信息，深信服，启明星辰和绿盟科技在2017-2019营收复合增长率及人均产出复合增长率分别为**97.8%**，48.1%，36.2%，16.4%，15.4%和**34.9%**，9.9%，3.7%，5.5%，-0.4%。

图 14: 同行业内营业数据对比

2017-2019营收复合增长率



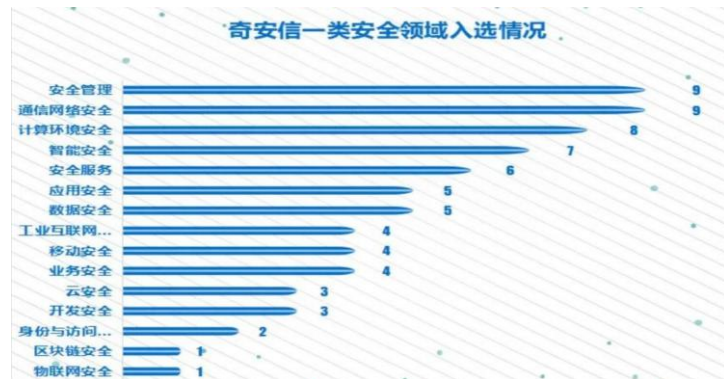
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

以研发为业务基石，公司在多领域获市场验证

布局领先的综合型网络安全企业

公司是全领域覆盖的综合型网络安全厂商，具有更为全面的产品布局。根据 2020 年 3 月 31 日安全牛发布的第七版中国网络安全行业全景图，公司的产品线覆盖全部 15 个一级安全领域和 71 个二级细分领域，是入围该全景图细分领域最多的网络安全企业。

图 15: 奇安信入选安全牛行业全景图情况
图 16: 列选部分入选的二类细分领域



数据来源：公司官网，信达证券研发中心



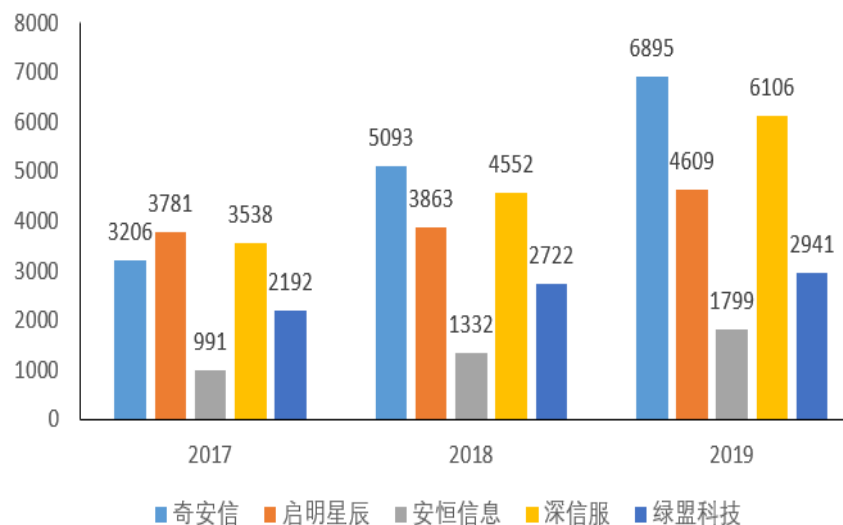
数据来源：公司官网，信达证券研发中心

国内众多行业标准的制定者，行业未来发展的引领者。公司在国内率先提出并成功实践“数据驱动安全”、“44333（即四个假设、四新战略、三位一体、三同步和三方制衡）”、“内生安全”等安全理念，这些安全理念成为国内安全产业发展的风向标。2020年提出面向新基建的新一代网络安全框架体系，成为大中型政企机构开展十四五安全规划的系统方法论。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重点布局，这与当下信息发展方向高度匹配，也是网络安全市场未来发展的主要方向。

员工规模高于行业平均，提供更及时服务。在人员方面，公司目前拥有超过 7,000 人的规模，高于业内其他网络安全企业。公司建设了总部和区域联动的网络安全应急服务体系，目前技术支持及安全服务人员的人数超过 2,500 人，具备大规模、全国范围的应急响应服务能力，客户覆盖大多数中央政府部门、中央直属企业和银行。

图 17: 同行业内员工数量对比, 2017-2019

图 18: 公司创新理念介绍



数据来源：公司招股说明书，信达证券研发中心



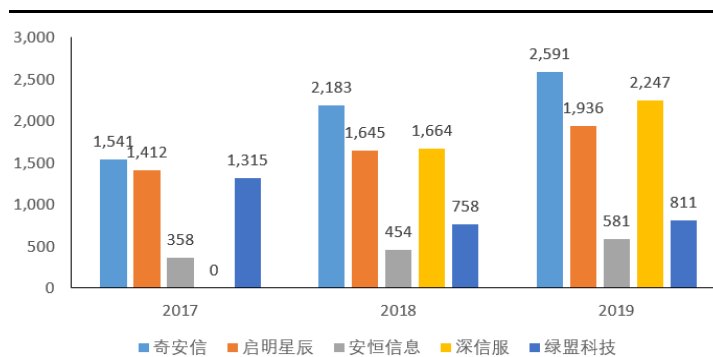
数据来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

技术研发实力强劲，多细分领域领跑市场

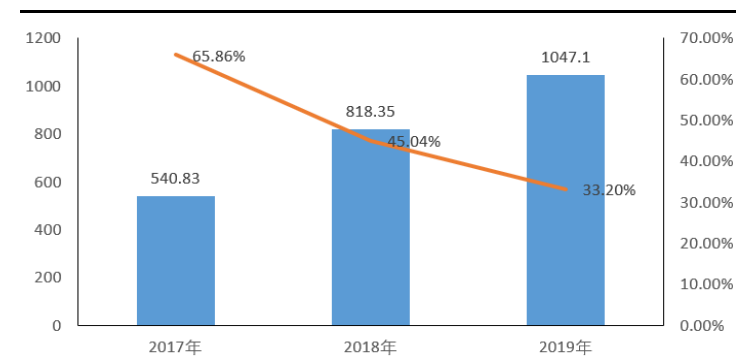
公司一直以来都高度重视研发及创新，高度重视科技成果与产业的融合。公司取得的科技成果均用于公司网络安全产品与服务，并通过公司安全产品及服务为政企客户的安全防护、国家信息化改造的建设发挥作用。公司已经形成了覆盖网络安全各领域的多项核心技术。2019年公司研发费用达到10.47亿元，研发费用率达到33.20%，研发人员数量达到2591人，研发投入规模高于同行业公司。值得关注的是，公司基于研发开拓业务从而保证市场地位，研发费用逐年提升。公司逐渐从业务开拓型公司向成熟型公司过渡，研发费用占营收比例有所下降，规模效应显现。

图 19：同行业内研发人员对比，2017-2019

图 20：研发费用及营收占比，百万，2017-2019



来源：公司招股说明书，信达证券研发中心



来源：Wind，公司招股说明书，信达证券研发中心

发明专利数量高于行业平均。截至2020年4月29日，公司已拥有368项网络安全领域的主要发明专利和652项主要计算机软件著作权，另有超过850项专利申请正在审核中。相比其他网安产品供应商，公司专利数量具有一定优势。**我们认为，专利数量客观反应公司研发能力，基于网安产品强研发属性，公司产品在市场上具有一定整体技术优势。**

表 21：同行业内发明专利数量对比

公司	相关发明专利信息
奇安信	截至2020年4月29日，公司已拥有368项网络安全领域的主要发明专利
启明星辰	2019年，公司拥有国家专利400余项（其中60余项填补了国内网络安全领域的空白）
安恒信息	2019年，公司拥有已获授权的专利74项（其中发明专利65项）
深信服	截止到2020年7月31日，公司累计申请的国内外专利近1600件，累计获得的国内外专利授权近400件。
绿盟科技	2019年，公司及下属子公司合计拥有205项发明专利

来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

打造细分研究团队，提升产品创新效率。为了研究针对网络安全不同方向的技术与产品，向用户提供多领域的专业解决方案与服务，奇安信建立了众多研究及创新团队及安全实验室，各个团队在各自领域内都取得了不菲的成绩，技术成果在业内广受认可。比如奇安信技术研究院，聚焦网络空间安全领域基础性或前沿性的研究课题，研究院成员实力强劲，并与国内外知名机构合作紧密，成绩斐然。2019年10月，在上海举行的极棒(GeekPwn)2019国际安全极客大赛上，清华-奇安信网络安全联合研究中心组成的参赛队伍凭借一种新型HTTPS劫持技术项目成功斩获大赛第一名，并且再次入选GeekPwn名人堂。

图 22：奇安信创新团队



数据来源：公司官网，信达证券研发中心

公司业务受市场认证，研究能力确认公司头部地位。在赛迪咨询、IDC 等机构发布的 2017、2018 及 2019 年市场调研报告中，奇安信在多个网络安全细分领域的市场份额排名第一，如终端安全、安全资源池、安全管理平台、安全服务、云安全、终端安全软件等；同时在其他细分领域市占率也排名靠前。业内权威平台安全牛将公司定位于行业领导者，与华为、新华三、阿里云、绿盟科技、启明星辰和深信服等为同一梯队。

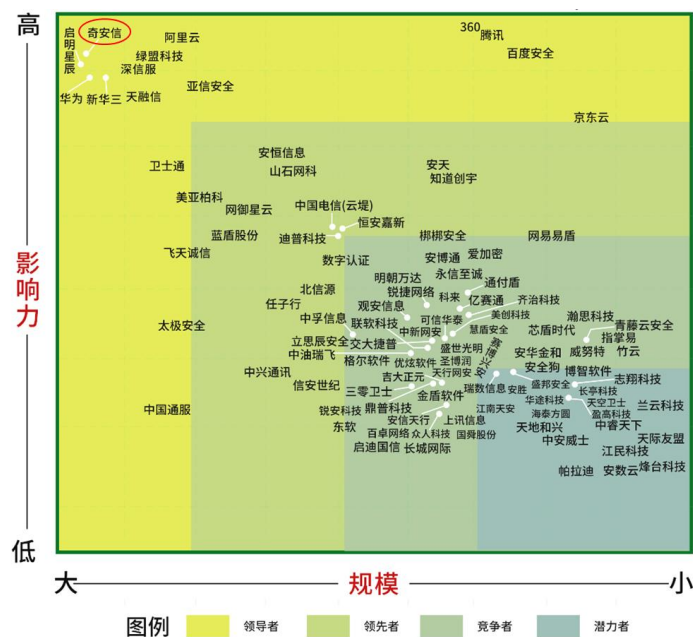
表 2: 公司领跑网络安全细分领域

年份	项目	排名	来源
2019	终端安全软件市场份额	1	IDC
	中国安全资源池市场份额	1	IDC
2018	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	2	赛迪咨询
	终端安全软件市场份额	1	赛迪咨询
	安全内容管理硬件市场份额	2	IDC
2017	终端安全市场份额	2	赛迪咨询
	安全管理市场份额	2	赛迪咨询

安全服务市场份额	2	赛迪咨询
Web 安全市场份额	2	赛迪咨询
UTM 市场份额	2	赛迪咨询
终端安全软件市场份额	2	IDC
安全内容管理硬件市场份额	2	IDC

数据来源: IDC, 赛迪资讯, 信达证券研发中心

图 23: 中国网络安全 100 强企业, 2019



数据来源: IDC, 赛迪资讯, 信达证券研发中心

除了在细分领域占据领先的市场份额外, 公司不断在行业内率先推出创新产品和服务, 获得了国内外权威机构的认可, 在不同领域获得业内褒奖。

表 3: 公司产品获奖情况

产品/服务	标志性事件	颁奖机构	时间
-------	-------	------	----

基础架构安全产品体系	应用开发安全	“代码卫士”自主发现报送的漏洞(漏洞编号: CNVD-2019-24016)被评为“2019年度最具价值漏洞”	国家计算机网络应急技术处理协调中心	2019年
新一代IT基础设施防护产品体系	泛终端安全防护	“天机 TrustSpace 安全工作空间”被评为2018-2019中国网络信息安全市场年度创新产品奖	赛迪咨询	2019年
		入侵检测系统获中国网络安全技术对抗赛第三名	国家计算机网络应急技术处理协调中心	2019年
		“天机 TrustSpace 安全工作空间”被评为2019下一代BYOD奖	CDM (Cyber Defense Magazine)	2019年
		“新一代终端安全管理系统”被评为2017-2018中国网络信息安全市场年度最佳解决方案	赛迪咨询	2018年
		“新一代终端安全管理系统”被评为The Cutting Edge Endpoint Security Solution for 2018	CDM (Cyber Defense Magazine)	2018年
		公司入围Gartner中观防护平台魔力象限	Gartner	2017年
	新边界安全防护	上榜Forrester企业级防火墙榜单	Forrester	2020年
		Gartner亚太区防火墙魔力象限核心厂商(2019年)	Gartner	2019年
		Gartner亚太区防火墙魔力象限核心厂商(2018年)	Gartner	2018年
		“新一代智慧防火墙”被评为2017-2018年中国网络信息安全市场年度创新产品	赛迪咨询	2018年
	云计算安全防护	“云安全管理平台”被评为2018-2019中国网络信息安全市场年度优秀产品	赛迪咨询	2019年
		“虚拟化安全管理系统”被评为2018-2019中国网络信息安全市场年度优秀产品	赛迪咨询	2019年
		2018年度中国区政企云安全解决方案市场领导者奖	Frost&Sullivan	2019年
		2019年云安全Cutting Edge奖	CDM (Cyber Defense Magazine)	2019年
	数据安全防护	重点企业工业互联网安全监测预警系统集成应用示范(工业互联网安全集成创新应用试点示范项目)	工信部	2018年
	大数据智能安全监测与管控产品体系	SaaS智能安全防护	2018年度中国区Web安全(SaaS)市场领导者奖	Frost&Sullivan
大数据智能安全分析与监测		中国态势感知解决方案领导者企业	IDC	2019年
“大数据威胁情报”被评为2019最佳产品奖		CDM (Cyber Defense Magazine)	2019年	

			Magazine)	
		中国态势感知解决方案领导者企业	IDC	2018 年
		“态势感知与安全运营平台 (NGSOC)” 被评为 2017-2018 中国网络信息安全市场年度最佳解决方案	赛迪咨询	2018 年
安全服务		Forrester 发布 “2019 年 Q4 亚太地区网络安全服务” 报告, 奇安信成为亚太地区唯一入围中国安全公司	Forrester	2019 年
		2018-2018 中国网络安全市场年度创新产品	赛迪咨询	2018 年
		“2017 年度电信和互联网行业网络安全服务优秀案例征集活动” 风险评估类优秀案例	中国通信企业协会	2017 年

数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

以模块化研发平台为技术基点, 实现快速个性化产品定制

个性化产品定制是企业端客户的根本诉求。公司利用‘模块化’把产品和技术都做成模块, 并基于不同应用场景, 用标准化生产实现个性化定制进而凸显复制效应并降低边际成本。依托奇安信打造的网络安全四大研发平台(“鲲鹏”、“诺亚”、“雷尔”、“锡安”), 可以通过“模块化”搭积木的方式, 大幅度缩短新产品研发周期(通过模块化底层模式研发新产品周期可被压缩至传统模式的一半左右), 如传统防火墙研发周期为 6 个月, 但奇安信可将研发时间压缩至 3 个月。我们认为网络安全问题将随着云计算、大数据、AI、社交化等技术的发展而加速显现, 网络安全问题在应用场景中将进一步渗透。通过“模块化”可以快速组建细分领域安全产品, 在满足不同客户、不同场景下的个性化需求前提下降低边际成本并缩短研发周期, “模块化”研发平台未来压缩成本效果可期。

表 4: 四大模块研发平台介绍

	定义	作用	特点
鲲鹏网络操作平台	软件定义安全技术领域的扛鼎之作	通过自主研发的用户态协议栈技术, 提供了安全网关的数据通信和应用安全相结合的能力; 通过网络虚拟化技术 (NFV), 提供了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能力。	采用该技术的产品, 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的大数据业务系统支撑平台	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	高效利用大数据资源
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	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。	真正让“数据驱动安全”看得见、用起来

等技术领域的研发平台

锡安云控操作平台

云端安全能力平台

人工智能在企业安全领域应用的提倡者和先行者，具有国内企业安全领域样品齐全的样本库，基数庞大的鉴定群体，以及覆盖众多行业的云查询系统。

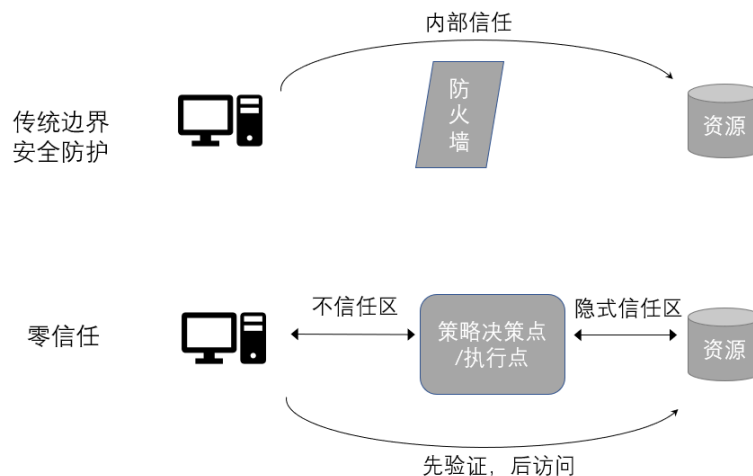
核心安全数据处理能力强大；适应各种场景

数据来源：公司官网，信达证券研发中心

布局零信任新赛道，技术能力受市场肯定

零信任本质是构建以身份为基石的业务动态可信访问控制机制，是解决企业当前所面临的无边界安全问题的首选，可以成为下一代主流安全技术路线。云计算和大数据时代，网络安全边界逐渐瓦解，传统的边界安全架构难以应对，零信任安全架构应运而生，该平台聚焦无边界趋势下的网络安全问题并寻求解决方案。零信任是一种基于用户、设备、用户和数据的端对端的安全解决方案，摒弃了对于地理位置的隐性信任，假设所有人都不可信，构建了基于身份的新边界，基于最小权限原则，先认证后连接，并通过模型实时对访问动态进行持续评估和授权，为企业资源提供了更加有力、高效的防护。

图 24：零信任与传统验证对比

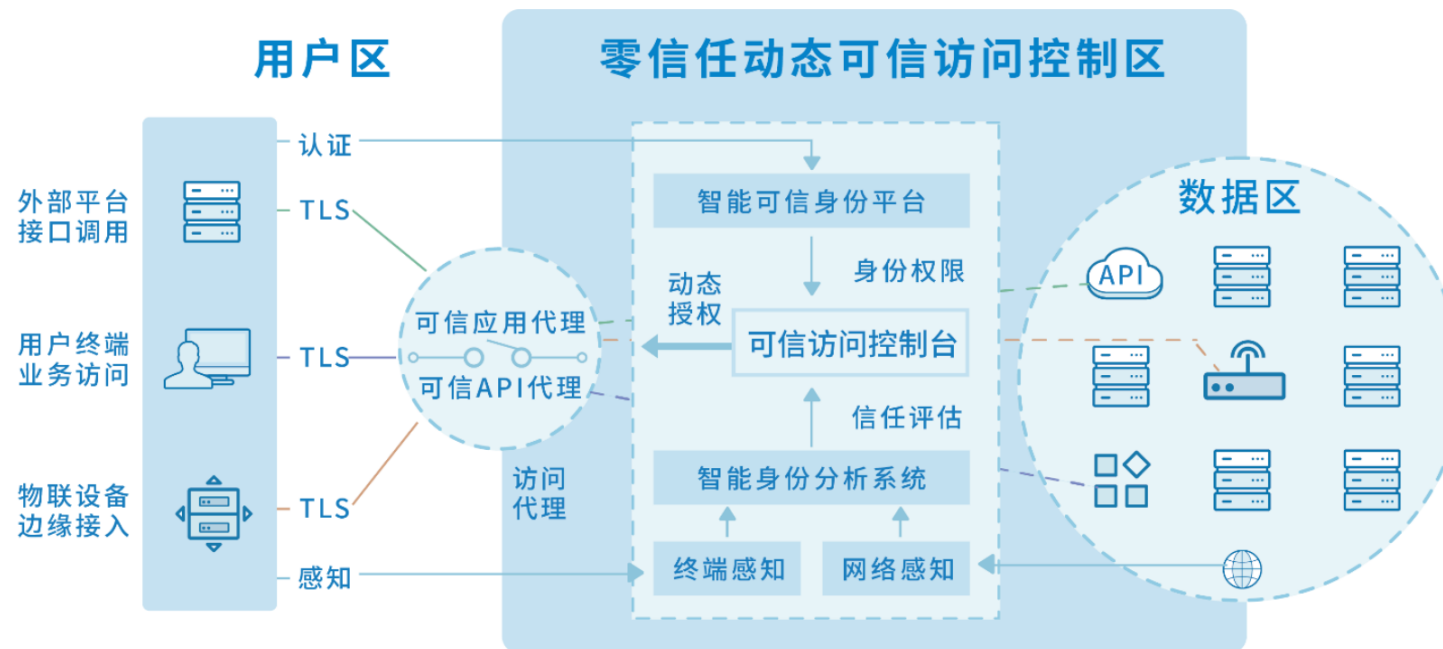


数据来源：NIST《零信任架构》草案，信达证券研发中心

公司零信任身份安全解决方案，正是基于零信任架构所实现的访问控制安全整体实践。通过以身份为基石、业务安全访问、持续信任评估和动态访问控制这四大关键能力，基于对网络所有参与实体的数字身份，对默认不可信的所有访问请求进行加密、认证和强制授权，汇聚关联各种数据源进行持续信任评估，并根据信任的程度动态对权限进行调整，最终在访问主

体和访问客体之间建立一种动态的信任关系。

图 25: 公司零信任平台架构逻辑图



数据来源: 公司官网, 信达证券研发中心

国家标准立项，零信任技术领跑市场。2020 年，奇安信发起的国家标准《信息安全技术 零信任参考体系架构》已经正式获得立项，该标准将成为继美国 NIST 零信任架构标准后全球第二个国家层面的零信任标准，标志着我国零信任的发展已经迈入全球领先水平，**同时也彰显公司零信任技术市场优势地位。**

表 5: 零信任国家标准立项

序号	项目名称	申请单位
1	信息系统密码应用设计技术要求	鼎铨商用密码测评技术(深圳)有限公司、中国科学院数据与通信保护研究教育中心、兴唐通信科技有限公司等

2	信息系统密码应用测评要求	国家密码管理局商用密码检测中心、中国科学院数据与通信保护研究教育中心、公安部第三研究所等
3	人脸识别数据安全要求	北京赛西科技发展有限公司、浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司、北京旷视科技有限公司等
4	基因识别数据安全要求	深圳华大基因科技有限公司、山西医科大学、西安交通大学等
5	步态识别数据安全要求	银河水滴科技(北京)有限公司、中国科学院自动化研究所、哈尔滨工程大学等
6	声纹识别数据安全要求	北京得意音通技术有限责任公司、清华大学、公安部第三研究所等
7	零信任参考体系架构	网神信息技术(北京)股份有限公司、中国科学院大学、中国信通院等

数据来源:《关于2020年网络安全标准项目立项的通知》

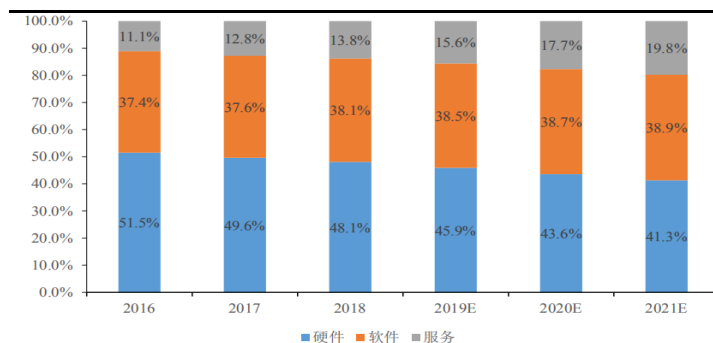
奇安信零信任身份安全解决方案覆盖了政企行业用户的典型应用场景,如业务访问场景、数据交换场景和服务网格场景等,适用于政府、部委、金融、能源、央企、其他大型组织与企业,具有大额订单属性。我们认为随着零信任市场逐渐打开,公司信零信任产品有望借助其技术优势及市场认可度,成为公司另一个业务强增长点。

国内网安服务化转型趋势明显,公司该业务有增量空间

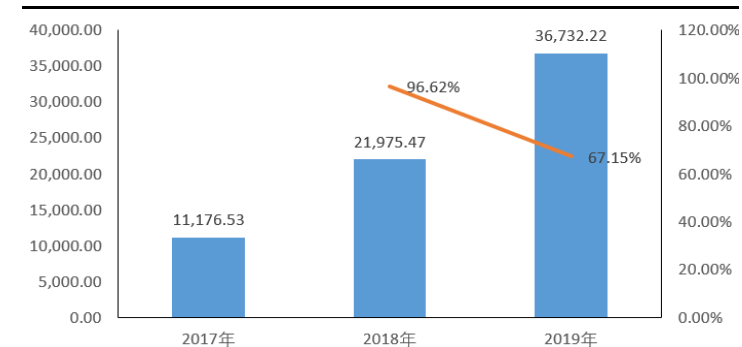
网络安全服务景气度高,行业龙头有进一步挖掘该市场空间。在国内网络安全产业发展过程中,大多数是由合规需求驱动的,而近年来的灾难性攻击表明网络风险是重大威胁,企业开始把网络安全视为一项重要的商业风险,并且更看重网络安全服务的持续性。随着虚拟化及云服务理念的渗透,网络安全盈利模式将由软硬件产品向服务逐步转移。2019年公司安全服务收入达到了3.67亿元,同比增长67.15%,公司安全业务服务化发展快速。但2019年网络安全服务营收占比达11.7%,仍远低于市场平均15.6%,具有较大提升空间。

图 26: 中国网络安全市场结构, 2017-2019

图 27: 公司网络安全服务收入, 万, 2017-2019



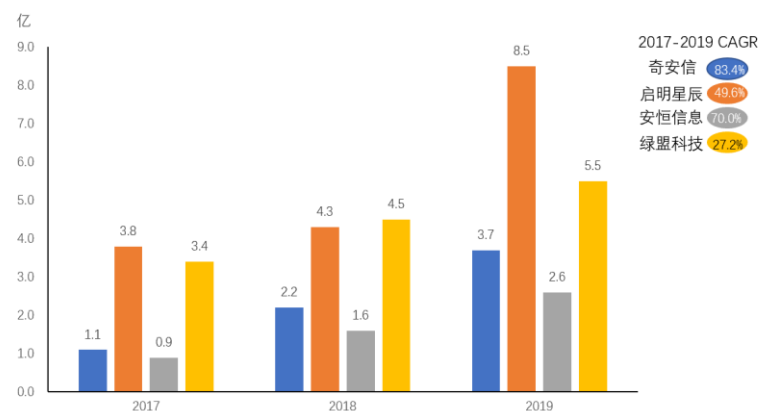
来源：赛迪咨询，公司招股说明书，信达证券研发中心



来源：Wind，公司招股说明书，信达证券研发中心

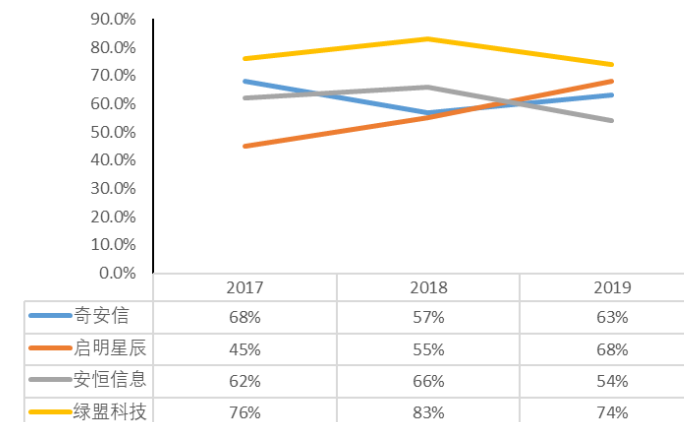
根据 IDC 定义，网络安全服务市场由咨询服务、集成服务、IT 教育与培训以及托管安全服务(MSS)四个子市场构成。我们推算，2019 年中国网络安全服务市场规模达 80 亿左右，整体市场相对分散；其中奇安信在此块业务相较于其他同比企业增速更快，并于 2019 年达 3.67 亿，市场占有率约 4.6%。我们认为，公司该业务处于高速发展期，作为网安头部企业将享有网安市场服务化转型红利，该业务有较大增量空间。

图 28: 同行业内网络安全服务业务营收及增速, 2017-2019



来源：Wind，信达证券研发中心

图 29: 同行业内网络安全服务业务毛利率, 2017-2019



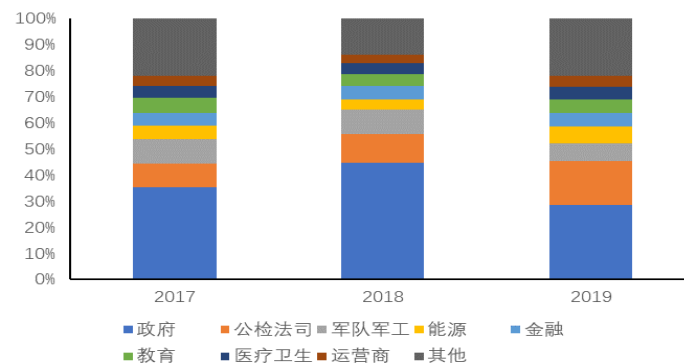
来源：Wind，信达证券研发中心

产品打入“信创+HW”热点产业，公司未来业绩可期

产品全面适配信创体系

奇安信旗下多款产品已全面适配信创体系，政府部门业务占比逐渐提升。奇安信网神终端安全管理系统等奇安信集团旗下多款产品，已逐步实现对飞腾、龙芯、兆芯、申威、海光、鲲鹏等 CPU 以及银河麒麟、中标麒麟、中科方德、统信操作系统 UOS 等主流信创平台的全面兼容适配，该安全管理系统及一体化防护解决方案已在客户侧投入稳定运行，为信创生态网络安全保驾护航。基于此优势，政府部门（包括政府、公检司法和军队军工）为公司主要客户，营收占比达 50%以上，并仍处于快速发展阶段，来自政府部门收入的年均复合增长率为 94.77%。我们认为国际形势持续动荡，对华企业政策频繁更替，业务不确定因素陡增，在此环境下国家坚持推动信创产业，因此奇安信可借此东风扩展自身业务。根据智研咨询分析，政府端网络安全市场占全国市场为 25%，对应 130 亿市场；公司 2019 年政府部门收入为 16.4 亿，占该细分领域 12.6% 市场份额。随着总体网络安全市场持续上行叠加政府端业务继续扩张，公司在信创端成长空间巨大。

图 30: 公司业务收入，按行业分，2017-2019



数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

表 6: 公司已适配国产产品部分列表

适配产品	
CPU	飞腾、龙芯、兆芯、申威、海光、鲲鹏等
操作系统	银河麒麟、中标麒麟、中科方德、统信 UOS 等
应用	金山、永中、熟客、书生、福昕等上百款应用

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

积极参与 HW 行动

HW 行动 2016 年展开，公司在 2017 年至 2019 年 4 月 29 日间配合公安机构和部委开展了 26 次实战型攻防演练，其中公安部 12 次，奇安信集团主力承办 9 次，配合演习 3 次。部委央企 14 次，奇安信集团主力承办 12 次，配合演习 2 次。奇安信于 2019 年起正式推出实战攻防演习服务，支持 80 余个客户的实网攻防演练工作，涉及 27 个部委、30 家央企以及 22 个省市客户的实网攻防演练工作。对于公司的天眼、态势感知等产品具有增量意义。我们认为，网络安全始终为核心话题，

政府层面 HW 行动将成为公司稳定的营收增量。5G 应用场景下沉叠加网络安全需求提升，预计公司业务未来将快速扩张。

图 31: HW 行动发展历程



数据来源：湖南省网络空间安全协会，信达证券研发中心

“内源投资+外生并购”，精耕细作网安市场

投资科技创新领域，支撑公司未来业绩增长

此次发行募集资金 90%以上投向科技创新领域。公司在新兴安全领域积极布局，本次 IPO 募集资金拟将全部投资于网络安全行业新兴场景的安全，包括云安全、大数据安全、物联网安全、工业互联网安全，以及安全服务化、零信任安全、态势感知等领域，剩余部分补充流动资金，以保障公司在创新领域的技术优势。新兴安全领域的重点投入未来将成为公司业绩增长的重要驱动力。

表 7: 公司公开募资投入方案

投资项目	拟投入金额 (万元)	占募集资金比例
云和大数据安全防护与管理运营中心建设项目	84,925.75	18.87%
物联网安全防护与管理项目	58,423.67	12.98%
工业互联网安全服务中心建设项目	69,548.73	15.46%
安全服务化建设项目	95,323.24	21.18%
基于“零信任”的动态可信访问控制平台建设项目	31,441.32	6.99%
网络空间测绘与安全态势感知平台建设项目	67,976.39	15.11%
补充流动资金	42,360.91	9.41%

数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

加速并购，涉足网络安全细分领域

并购扩充产品线，完善自身产品布局。奇安信通过不断并购，扩充自己在边界安全、安全管理、云安全等领域的产品线。其中，收购拥有信息安全全产业链的传统安全厂商网神股份以及在上网行为管理和下一代防火墙等领域处于国内领先地位的网康科技对公司的影响最大。2019 年网神实现营收 28.2 亿元，在奇安信的总营收 31.49 亿元中所占比例为 89.4%，贡献巨大。

表 8: 奇安信并购信息

公司名称	持股比例	涉足领域
北京网康科技有限公司	100%	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
网神信息技术(北京)股份有限公司	99.89%	信息安全全产业链，从事网络安全产品的研发和销售，并提供网络安全服务及高科技信息安全方案
南京四五六网络科技有限公司	100%	研发，企业级信息安全，内网安全、文档加密等

南京信风网络科技有限公司	100%	因特网信息服务业务
南京信风软件有限公司	100%	基于 IP 的电信级应用软件开发与销售（公司业务拓展）
天津思可信科技发展有限公司	100%	基于 IP 的电信级应用软件开发与销售（公司业务拓展）
北京奇虎测腾安全技术有限公司	70%	计算机网络技术产品、电子产品软硬件开发（公司业务拓展）
观潮会议服务(北京)有限公司	100%	新一代协同防御体系；全领域安全产品及解决方案
北京云脑安御信息技术有限公司	100%	软件技术开发、推广、服务
北京天广汇通科技有限公司	60.57%	研发，代码安全；企业级解决方案
北京子衿晨风科技有限公司	60.57%	党政机关信息化建设
观潮空间(北京)文化传播有限公司	100%	大数据安全防火墙；计算机网络信息安全
观潮会议展览服务(北京)有限公司	100%	研发，代码安全领域
北京至善名德科技有限公司	100%	研发，代码安全领域
北京同功四益科技有限公司	100%	企业安全服务
北京四海九州科技有限公司	100%	企业安全服务
南京安贤信息科技有限公司	100%	研发，网络与数据安全技术开发
山东安云信息技术有限公司	100%	信息安全和云计算领域的前沿技术研究和专业技术服务
北京椒图科技有限公司	58.57%	服务器安全加固方案提供商，立足于操作系统加固和 web 访问控制技术
深圳市安盾椒图科技有限公司	58.57%	研发，网络与数据安全技术开发；云安全
北京奈特赛克科技发展有限公司	100%	研发，安全加固

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 32：奇安信一级子公司目录



数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

政策支撑叠加细分领域强需求，中国网络安全市场上升无压力

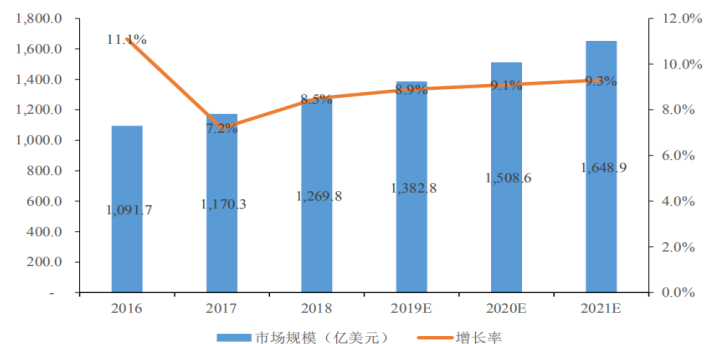
国内网络安全市场未来成长空间巨大，网络安全服务最有增量空间

全球网络信息安全行业将超过 1600 亿。根据赛迪咨询发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，随着全球经济增长，数据安全和隐私问题将越来越重要。2018 年，全球许多知名企业都遭遇了重大泄露事件，欧盟在 2018 年出台了一般数据保护条例，对个人信息的保护及其监管达到了前所未有的高度，其他国家也正在讨论制定类似数据保护条例。未来几年中，随着 5G、物联网、人工智能等新技术的全面普及，网络安全市场依然会保持稳定上涨的趋势，预计到 2021 年，全球网络信息安全市场将达到 1,648.9 亿美元。

安全服务市场为核心业务。随着网络攻击行为日趋复杂，防火墙、IDS 等传统网络安全设备并不能完全阻挡恶意的网络

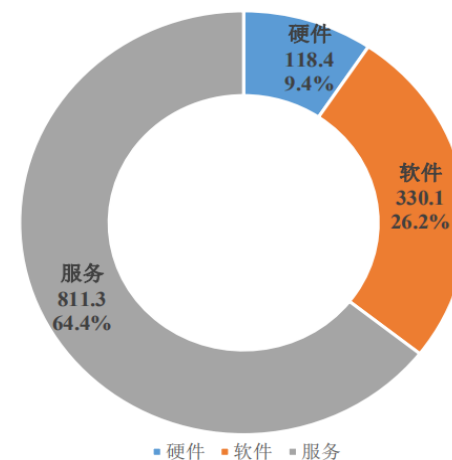
攻击，构建全面的安全防护体系和制定完善的安全管理策略显得尤为重要，风险评估、安全管理咨询、安全应急响应、安全托管服务的作用越来越受到用户重视。在全球市场中，网络安全市场以提供订阅化服务为主，2018年，以安全服务市场份额最大，占市场的64.4%；软件市场规模为330.1亿美元，占整体市场的26.2%。

图 33: 全球网络信息安全市场规模, 亿美元, 2016-2021E



数据来源: 赛迪顾问, 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 34: 全球网络信息安全市场产品结构, 2018, 亿美元



数据来源: 赛迪顾问, 公司招股说明书, 信达证券研发中心

根据中国网络空间安全协会分析，2019年网络安全政策法规持续完善优化，网络安全市场规范性逐步提升，政企客户在网络安全产品和服务上的投入稳步增长，市场整体规模达到523.09亿元。随着数字经济的发展、物联网建设的逐步推进，网络安全作为数字经济发展的必要保障，其投入将持续增加；根据Gartner研究，2019年中国网络安全市场占IT市场比例仅为1.7%，相对于全球平均水平（2018年为3.1%）还有较大差距，因此国内网络安全市场仍有充足发展空间。根据中国网络空间安全协会预计到2023年底，中国网络安全市场规模将突破千亿元。同时参考全球市场（网络安全服务占比64.4%，2018），我们也认为中国网络安全市场（网络安全服务占比13.8%，2018）结构会逐渐向网络安全服务转型，未来网络安全服务市场有待进一步扩张，成为网络市场最有成长空间的细分赛道。

政策法律体系不断完善，提供产业发展优良环境

2016年11月《网络安全法》颁布，标志中国一部全面规范网络安全的基础性法律正式上台。以《网络安全法》确立了网络安全保障在整个信息化建设中的核心和关键地位，对遏制网络安全威胁、推动网络安全标准化工作、促进网络安全技术和产品开发等都具有重要意义。一方面，《网络安全法》为产业的未来发展指明了方向，使安全企业的产品和服务开发、网络数据和知识产权保障等有法可依；另一方面，《网络安全法》中关于安全认证、审查、检查等的规定能有效促进企业提升网络安全意识，加大网络安全投入。此外，工业和信息化部近年来为了落实《网络安全法》等重大政策，开展了网络安全试点示范工作，为企业提供了研发、应用、交流、学习网络安全先进技术和最佳实践的良好平台。进入19年后，相关政策出台提速，为网络安全产业发展提供背书，营造产业发展优良环境。

表 9：网络安全相关政策梳理

时间	政策文件	内容
2020年4月	《网络安全审查办法》	明确规定关键信息基础设施的运营者采购网络产品和服务，影响或者可能影响网络国家安全的，要进行网络安全审查；《网络安全审查办法》对于责权方面有更加明确的规定，运营商、银行等关键信息基础设施运营者都有义务做好网络安全工作。
2019年10月	《中华人民共和国密码法》	将规范密码应用和管理，促进密码事业发展，保障网络与信息的安全，提出了国家对密码实行分类管理
2019年9月	《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》	到2025年，培育形成一批年营收超过20亿的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过2000亿。加强5G、下一代互联网、工业互联网、物联网、车联网等新兴领域网络安全威胁和风险分析，大力推动相关场景下的网络安全技术产品研发
2019年8月	《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、大数据活动的的安全要求、评估大数据安全风险，适用于各类组织进行数据安全的管理
2019年6月	《国家网络安全产业园区发展规划》	规划到2020年，依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过1,000亿元，拉动GDP增长超过3,300亿元，打造不少于3家年收入超过100亿元的骨干企业。到2025年，依托产业园建成我国网络安全产业“五个基地”
2019年5月	《网络安全等级保护技术2.0版本》	提出了对云计算安全、移动互联网安全、物联网安全和工业控制系统安全扩展要求。为落实信息安全工作提出了新的要求
2018年3月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	《意见》重点强调要推动网信事业和资本市场协调发展，保障国家网络安全和金融安全，促进网信和证券监督工作联动
2017年1月	《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020年）》	指导信息通信行业开展“十三五”期间网络信息安全工作，更好地服务网络强国建设和全面建成小康社会的目标要求，服务国家安全和社会稳定的大局
2017年1月	《关于促进互联网健康有序发展的意见》	《意见》要求要加快完善市场准入制度，提升网络安全保障水平，维护用户合法权益、打击网络违法犯罪、增强网络管理能力，防范移动互联网安全风险

2016年12月	《国家网络空间安全战略》	明确国家网络空间安全工作的战略任务、维护国家安全、保护关键信息基础设施、加强网络文化建设、打击网络恐怖和违法犯罪、完善网络治理体系、夯实网络安全基础、提升网络空间防护能力、强化网络空间国际合作
2016年11月	《网络安全法》	《中华人民共和国网络安全法》正式发布，并于2017年6月1日开始实施。强调了金融、能源、交通、电子政务等行业在网络安全等级保护制度的建设，是我国第一部网络空间管理方面的基础性法律

数据来源：信达证券研发中心

信息通信技术发展不断发展是网络安全产业发展的源动力

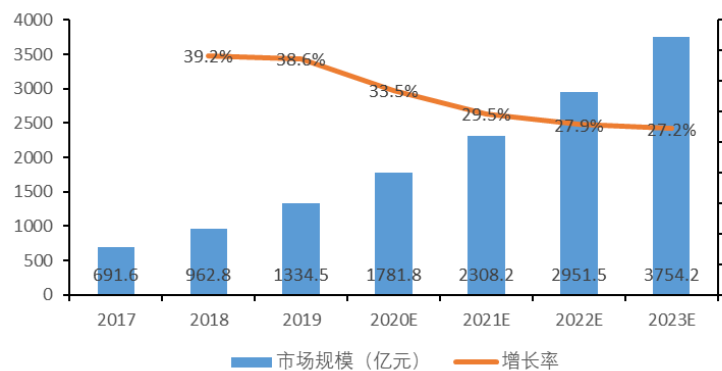
云安全、大数据安全、物联网安全、工业互联网安全持续释放强劲需求。近年来，云计算、大数据、移动以及社交网络的快速发展给信息系统架构带来了巨大变化，这些技术在网络安全产业的应用大大提高了业务效率；同时网络安全也面临着如何应对新技术环境下的网络安全防护的挑战。基础架构的变化要求信息安全建设能够适应新的IT基础架构，从而满足新的网络安全需求。随着互联网的深入应用，大数据、云计算、物联网、移动互联网等新一代信息技术的蓬勃发展，与各垂直行业不断跨界融合，开启了全新的智慧时代，协同带动了网络安全市场的蓬勃发展。

云计算符合时代发展方向，云安全市场成重点增量之一

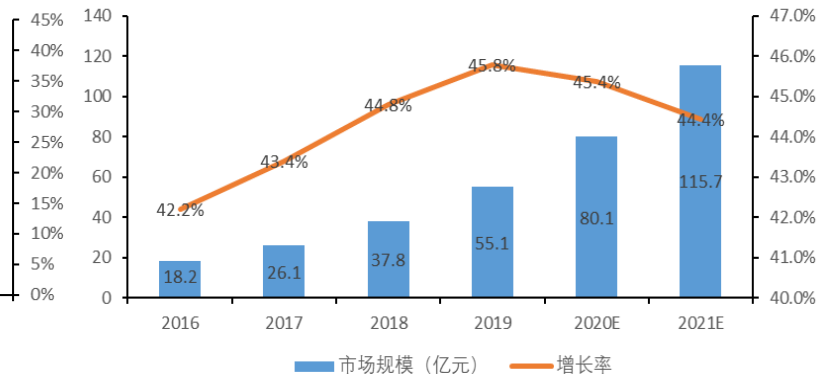
5G的商用以及互联网产业的高速发展释放上云需求，据IDC研究，中国云计算市场规模在2019年为1334.5亿，该数据至2023年可至3754.2亿。年随着云计算产业的快速发展，云安全成为服务商和用户关注的焦点。虽然中国云安全市场目前仍处于起步阶段，但整体的市场规模会随着云计算市场规模的增长而快速崛起。据赛迪顾问分析，2018年中国云安全市场规模达到37.8亿元，增长率为44.8%；预计该市场到2021年可达115.7亿元。我们初步估算云安全市场占比2017、2018、2019年分别为3.77%、3.92%及4.1%，呈现上涨趋势。基于云安全市场占比逐渐提升，我们认为2023年云安全市场可超200亿。

图 35: 中国云计算市场规模, 亿元, 2017-2023

图 36: 中国云安全市场规模, 亿元, 2017-2023



数据来源: IDC, 信达证券研发中心



数据来源: 赛迪咨询, 公司招股说明书, 信达证券研发中心

数据泄密等影响催化大数据安全需求

在信息时代里, 大数据已成为继云计算之后信息技术领域的另一个信息产业增长点, 根据赛迪咨询数据, 2019 年大数据市场规模超过 5000 亿, 并预计于 2021 年超 8000 亿。随着大数据市场的快速发展, 大数据安全市场的规模将持续增大, 相应的中国大数据安全市场规模持续高速增长, 受政策和各类数据泄密事件影响, 市场规模快速上升。2018 年的总规模达到了 28.4 亿元。随着大数据安全市场的成熟, 年均增长率将逐步提高。

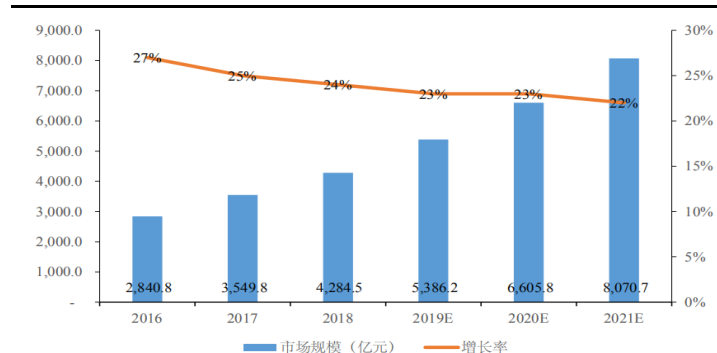
表 10: 近期数据泄密事件列选

时间	事件	泄露数据	原因
2020 年 3 月	5 亿新浪微博用户数据遭泄露	账号密码、手机号码	黑客攻击、接口安全性能低
2019 年 9 月	国内医疗 PACS 服务器泄露涉及中国近 28 万条患者记录	个人和医疗细节	服务器未受保护
2019 年 7 月	智能家居公司欧瑞博泄露 IoT 日志超 20 亿条	用户名、email 地址、密码、精确地址等	数据库无密码保护
2019 年 2 月	深网视界 (AI 安防) 泄露 250 万人的脸数据	隐私信息、人脸识别图像、拍摄地点等	数据库未做访问限制

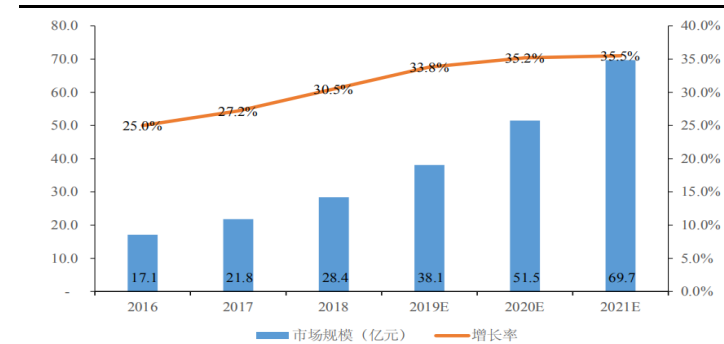
数据来源: 信达证券研发中心

图 37: 中国大数据产业市场规模, 亿元, 2016-2021

图 38: 中国大数据安全市场规模, 亿元, 2016-2021



数据来源：赛迪咨询，公司招股说明书，信达证券研发中心



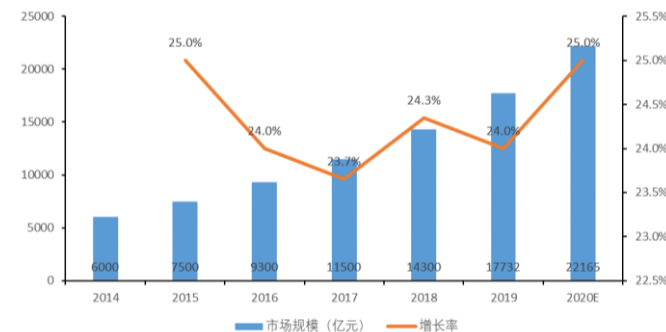
数据来源：赛迪咨询，公司招股说明书，信达证券研发中心

市场规模增长提速，成为万亿规模市场下的蓝海

迅猛发展的物联网给我们的工作和生活带来便携的同时，也带来了风险。物联网正加速渗透到生产、消费和社会管理等各领域，万物互联时代正在到来。根据中商产业研究院分析，中国物联网市场规模于2019年达1.77万亿，预计至2020年达2.21万亿，增速相对稳定。

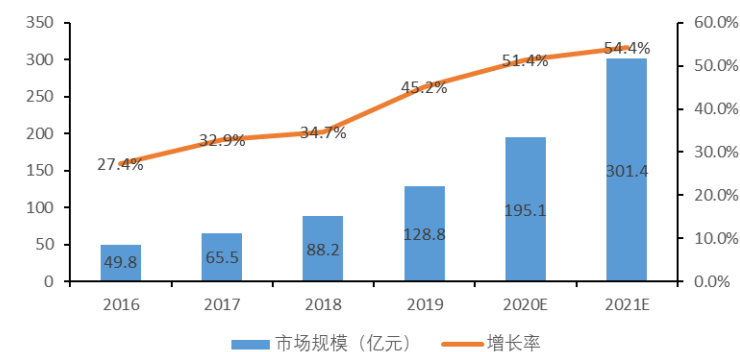
但是物联网安全事件层出不穷，从国家、社会、个人各个层面，物联网设备、网络、应用都面临着严峻的安全挑战。根据赛迪咨询发布的《2019中国网络安全发展白皮书》研究，我国物联网安全市场规模在2019年达到128.8亿，增速达到45.2%，并预计于2021年达301.4亿。市场规模持续提速中，物联网安全将成为万亿规模市场下的蓝海。

图 39：中国物联网市场规模，亿元，2014-2020



数据来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

图 40：中国物联网安全市场规模，亿元，2016-2021



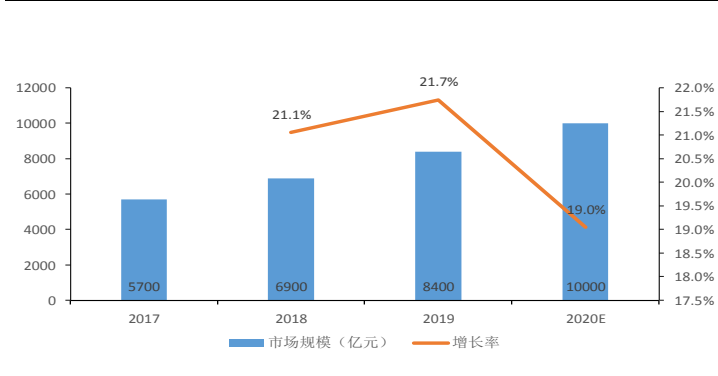
数据来源：赛迪咨询，公司招股说明书，信达证券研发中心

政策端+需求端共振，推动工业互联网安全市场

工业互联网扮演重要角色，安全问题影响重大。保护工业互联网安全上升到国家战略层面，国家部门多方面部署建立保障体系。工业互联网是支撑工业智能化发展的关键基础设施，负责连接工业全系统、全产业链、全价值链，一旦遭受攻击，负面影响将不断衍生，不仅会导致单个企业受损，还可能影响整个行业、社会甚至国家。因此，国家对工业互联网安全高度重视，2019年8月，工信部、教育部、国资委、国防科工局等十部委联合印发《加强工业互联网安全工作的指导意见》，从七个方面部署了十七项重点任务和四项保障措施，明确提出到2020年底，初步建立工业互联网安全保障体系。

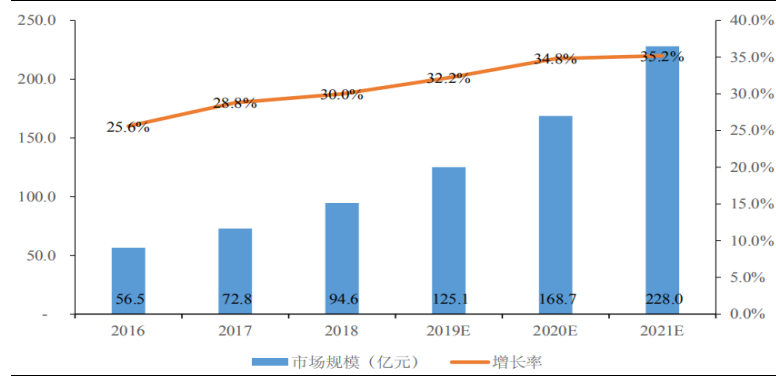
工业互联网安全产业规模保持高速增长，潜力巨大。根据赛迪咨询发布的报告，2018年我国工业互联网安全产业规模达到94.6亿元，2019年预计达到125.1亿元。未来几年，我国工业互联网安全产业规模增速将保持在30%以上水平，成为网络安全行业细分领域的高增长、高潜力市场。

图 41：中国工业互联网市场规模，亿元，2017-2020



数据来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 42：中国工业互联网安全市场规模，亿元，2016-2021



数据来源：赛迪咨询，公司招股说明书，信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

我们认为奇安信是国内领先的网络安全产品供应商，受益于网安市场持续发展。信创基石产品在国产化需求提升背景下

未来可期，公司致力于突破核心关键技术，保障了网络安全。我们预计奇安信 2020-2022 年归母净利润分别为-2.92/0.84/5.01 亿元，市销率 P/S 为 16/12/8 倍。考虑公司：1) 主营业务处于网络安全高景气度行业；2) 目前主业处于快速发展周期的初期，公司营收增速远超其他企业；3) 规模效应显现，期间费用率持续下降，未来随着模块化平台进一步融入公司生产生态，费用率有望持续下降；4) 网安产品具有一定技术壁垒，公司产品广受市场认可。预计未来将持续受益，给予“买入”评级。

表 11：奇安信重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
网络安全产品 (亿元)	11.85	20.95	29.15	39.19	52.86
增长率 YoY%	76.6%	76.8%	39.1%	40.0%	34.9%
网络安全服务 (亿元)	2.2	6.24	10.61	18.03	11.22
增长率 YoY%	96.4%	70.0%	70.0%	70.0%	49.0%
硬件及其他 (亿元)	3.9	6.87	8.93	11.16	14.29
增长率 YoY%	1757.1%	76.2%	30.0%	25.0%	28.0%
营业总收入 (亿元)	17.95	31.49	44.32	60.96	85.18
增长率 YoY%	123.08%	75.46%	40.73%	37.56%	39.74%
归属母公司净利润(亿元)	-8.72	-4.95	-2.92	0.84	5.01
增长率 YoY%	-38.41%	43.22%	40.96%	39.03%	498.38%
毛利率%	55.68%	56.72%	57.49%	58.32%	58.94%

数据来源：信达证券研发中心

表 12: 可比公司估值

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	营收 (亿)		PS (倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
广联达	002410.SZ	71.95	851.8	41.91	51.78	20.3	16.5
安恒信息	688023.SH	253.4	187.70	13.65	19.51	13.8	9.6
深信服	300454.SZ	207.7	849.54	59.65	80.8	14.2	10.5
平均						16.1	12.2
奇安信	688561.SH	104.45	709.8	44.32	60.96	16.0	11.6

资料来源: 万得, 除奇安信为信达证券预测外, 其他预测来自万得一致预期, 股价为 2020 年 9 月 11 日收盘价

风险因素

1. 行业政策落地情况不达预期
2. 行业竞争持续加剧
3. 疫情影响成为常态
4. 核心技术人员流失风险

资产负债表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
------	-------	-------	-------	-------

单位:百万元

利润表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
------	-------	-------	-------	-------

单位:百万元

流动资产	3988.82	9336.15	9266.69	9818.32
现金	1257.95	5290.63	4255.05	3310.77
应收账款	1297.30	1402.49	1736.31	2305.00
其他应收款	366.60	884.57	1192.46	1633.01
预付账款	42.98	56.52	76.23	104.93
存货	749.16	832.97	1011.11	1252.64
其他	274.83	868.99	995.54	1211.97
非流动资产	3166.04	3894.02	4889.73	6089.52
长期投资	509.29	1226.29	2069.14	3075.63
固定资产	1190.39	1321.77	1430.46	1506.68
无形资产	1370.01	1249.62	1293.77	1410.86
其他	96.35	96.35	96.35	96.35
资产总计	7154.86	13230.18	14156.42	15907.85
流动负债	1968.28	2650.54	3483.36	4675.07
应付账款	861.67	937.40	1239.01	1671.43
其他	1106.61	1713.14	2244.34	3003.64
非流动负债	145.97	145.97	145.97	145.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	145.97	145.97	145.97	145.97
负债合计	2114.24	2796.51	3629.32	4821.04
少数股东权益	18.12	-15.46	-5.73	53.19
股本	577.67	679.61	679.61	679.61
资本公积	6609.16	12226.05	12226.05	12226.05
留存收益	-2164.44	-2456.63	-2372.94	-1872.14
归属母公司股东权益	5022.49	10449.13	10532.83	11033.62
负债和股东权益	7154.86	13230.18	14156.42	15907.85

重要财务指标				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,154	4,432	6,096	8,518
同比 (%)	73.61%	40.50%	37.56%	39.74%
归属母公司净利润	-495	-292	84	501
同比 (%)	43.22%	40.96%	39.03%	498.38%
毛利率 (%)	56.72%	57.49%	58.32%	58.94%
ROE%	-9.85%	-2.80%	0.79%	4.54%
EPS (摊薄)(元)	-0.73	-0.43	0.12	0.74
P/E	0.00	-242.94	848.17	141.75
P/B	0.00	7.81	7.75	7.40
EV/EBITDA	1.70	6.31	6.84	10.51

营业总收入	3,154	4,432	6,096	8,518
营业成本	4,129	3,962	5,043	6,705
营业税金及附加	33	44	61	85
销售费用	1,118	1,418	1,768	2,300
管理费用	470	620	732	852
研发费用	1,047	1,418	1,768	2,300
财务费用	22	-19	-79	-64
减值损失合计	-3	14	21	34
投资净收益	196	300	405	547
其他	243	316	411	535
营业利润	-536	-332	102	594
营业外收支	-3	-4	-4	-5
利润总额	-539	-336	97	589
所得税	14	-10	4	29
净利润	-553	-326	93	560
少数股东损益	-58	-34	10	59
归属母公司净利润	-495	-292	84	501
EBITDA	-738	-838	-622	-315
EPS (当年)(元)	-0.73	-0.43	0.12	0.74

现金流量表				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1113.93	-1139.49	-289.58	-84.67
净利润	-552.97	-325.78	93.42	559.71
折旧摊销	140.15	115.02	150.91	201.30
财务费用	31.12	0.00	0.00	0.00
投资损失	-195.80	-300.00	-405.00	-546.75
营运资金变动	-609.06	-646.42	-154.00	-338.62
其它	72.63	17.68	25.09	39.69
投资活动现金流	-219.34	-546.67	-746.00	-859.61
资本支出	-282.65	-129.67	-308.15	-399.87
长期投资	-624.00	-417.00	-437.85	-459.74
其他	687.31	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	927.23	5718.83	0.00	0.00
普通股增加	1505.73	5718.83	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-3.81	-4.19	-4.60
其他	-578.50	3.81	4.19	4.60
现金净增加额	-406.04	4032.68	-1035.58	-944.28

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016年加入海通证券，17、19年所在团队新财富第四，2020年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuang@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。