东兴证券 DONGXING SECURITIES

奇安信（688561）：网络安全破局者，中国的Palo Alto Networks

2020 年 09 月 20 日

推荐/首次

奇安信 | 公司报告

单击此处输入文字。

公司处于业务拓展和快速成长期，业绩增长业内第一，利润端亏损收窄，未来有望实现扭亏。过去三年公司的主营业务收入年均复合增长率达到 96%，业内增长率第一。由于公司激进的生长战略，通过大规模构建销售团队、形成应急响应团队和积极投入研发，公司以销售、研发为主的期间费用率畸高，尽管逐年下降，2019 年仍达到 84.2%。截至当前，公司尚未实现盈利，但从 2020 年中期报告来看，公司净利润亏损呈现收窄的趋势。

终端安全与云安全管理平台市占率第一，助力“云+网+端”安全服务一体化。根据 IDC2019，公司终端安全领域在行业市占率排名第一，达到 23%；云安全管理平台在短短三年内经历了从无到市场绝对领先地位的跨越。终端安全与云安全管理平台的协同发展，有助于奇安信实现“云+网+端”一体化。在 5G 与新基建的浪潮下，一体化的安全服务将更能得到上云政企的青睐，云安全管理平台有望成为拉动收入增长的引擎。

智能态势感知、零信任架构变革，公司已抢占先机。智能态势感知代表着网络安全服务从被动防御走向主动防御，而零信任架构是对基于“边界”滥用“信任”的颠覆。两者都是对传统信息安全防御逻辑的改变，网络安全的“内生时代”已然到来，各第一梯队安全厂商纷纷布局产品线，奇安信推出政企态势感知与安全运营平台、零信任身份安全解决方案等产品，抢占先机。

借鉴 Palo Alto Networks，持续的营业收入高增长为未来核心关注点。Palo Alto 是全球领先的企业安全公司，与奇安信都曾是网络安全行业的破局者，它以新一代防火墙打开市场，而奇安信在终端安全市场独树一帜，两者同样注重研发和营销网络的拓展，奇安信的发展可以从 Palo Alto 中获得启发，未来持续的营业收入高增长为核心关注点。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020 年到 2022 年归母净利润分别为-2.11/1.32/5.22 亿元，对应 EPS 分别为-0.31/0.19/0.77 元，对应 PE 分别为-361 倍、576 倍和 146 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：公司存在持续亏损、销售与研发费用长期占比较高的风险，存在与 360 互为竞争关系、网络安全行业发展不及预期的风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,816.77	3,154.13	4,436.41	6,140.07	8,080.11
增长率（%）	121.22%	73.61%	40.65%	38.40%	31.60%
净归母利润（百万元）	(871.76)	(494.94)	(211.13)	132.43	522.29
增长率（%）	38.41%	-43.22%	-57.34%	-162.72%	294.39%
净资产收益率（%）	-20.29%	-9.85%	-2.06%	1.28%	4.86%
每股收益(元)	(1.78)	(0.90)	(0.31)	0.19	0.77
PE	(63.03)	(124.67)	(361.17)	575.80	146.00
PB	3.90	12.90	7.43	7.36	7.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

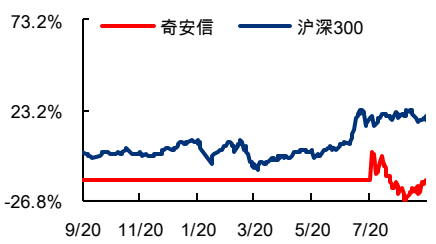
公司简介：

奇安信成立于 2014 年 6 月，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。短短五年时间，奇安信内生依靠研发投入和实战攻防增强竞争壁垒，研发投入合计占营业收入合计占比为 41.5%；外延通过并购拥有涉密信息系统集成甲级资质、信息安全服务二级资质的网神股份等企业，拓展军政客户，为业绩高速发展奠定基础。2017-2019 报告期间内，奇安信年均主营业务收入年均复合增长率达到 96%，远高于行业平均水平。2019 年主营业务收入为 31.5 亿元，业内排名第一，已发展为基于大数据、人工智能和安全运营技术的网络安全供应商龙头。

交易数据

52 周股价区间（元）	133.55-97.77
总市值（亿元）	762.53
流通市值（亿元）	77.68
总股本/流通 A 股(万股)	67,962/6,924
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	8.63

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035 wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050004

分析师：陈宇哲

021-25102909 chenyzh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520040001

目 录

1. 综合型网络安全供应商，突飞猛进快速发展 4
1.1 全面布局网络安全，业绩增长行业排名第一 4
1.2 处于快速成长期，研发、销售费用占比高，亏损利润开始收窄 5
1.3 脱胎于 360，收购网神、网康奠定高速发展基础，中国电子入局成为“国家队” 7
2. 内生安全时代：行业面临整体转型，市场将逐步向头部厂商集中 9
2.1 体系化协同防护成为网络安全保障新趋势，市场集中度将提高 9
2.2 政策与技术双重驱动，万亿级市场可期 11
3. 全产业线布局：传统与新兴领域齐发力，已形成品牌、渠道、技术壁垒 13
3.1 终端安全+云安全管理平台：助力“云+网+端”安全服务一体化 13
3.2 智能态势感知、零信任架构变革：公司已抢占先机 14
3.3 应急响应体系构建、安全服务能力行业领先 16
3.4 从 Palo Alto Networks 的发展来看，持续的营业收入高增长是未来核心关注点 17
4. 盈利预测与公司估值 20
5. 风险提示 20
相关报告汇总 22

插图目录

图 1： 公司业务发展历程 4
图 2： 奇安信产品与服务体系 5
图 3： 公司主营业务收入与扣非归母净利润情况（百万元，%） 5
图 4： 公司主营业务拆分情况（百万元） 5
图 5： 公司销售毛利率情况（%） 6
图 6： 公司期间费用情况（百万元，%） 6
图 7： 公司研发人员和公司总人数（人） 7
图 8： 公司现金流情况（百万元） 7
图 9： 公司主营业务收入按客户行业分布（百万元） 7
图 10： 网神股份主营收入与母公司占比（百万元） 7
图 11： 奇安信股东和子公司情况 8
图 12： 2016-2021 年中国网络信息安全市场规模与增长 10
图 13： 2016-2021 年中国网络安全市场结构 10
图 14： 中国网络安全产业竞争格局图 11
图 15： 中国网络安全产业集中度 11
图 16： 奇安信终端安全管理系统 13
图 17： 天擎一体化终端管理系统销售情况（万元，%） 13
图 18： 奇安信云安全管理平台收入情况（万元，%） 14
图 19： 奇安信云安全管理平台 14
图 20： 中国态势感知解决方案 MarketSpace 市场象限图 15

图 21： 奇安信态势感知产品展示 15
图 22： 奇安信零信任基础框架 16
图 23： 奇安信应急响应体系逻辑 17
图 24： 奇安信渠道销售 17
图 25： 2019 奇安信核心技术行业排名 17
图 26： Palo Alto NETworks“云+网+端”一体化体系 18
图 27： Palo Alto Networks 营业收入、净利润等情况（百亿美元，%） 19
图 28： 领先网络供应商市场份额占比 19

表格目录

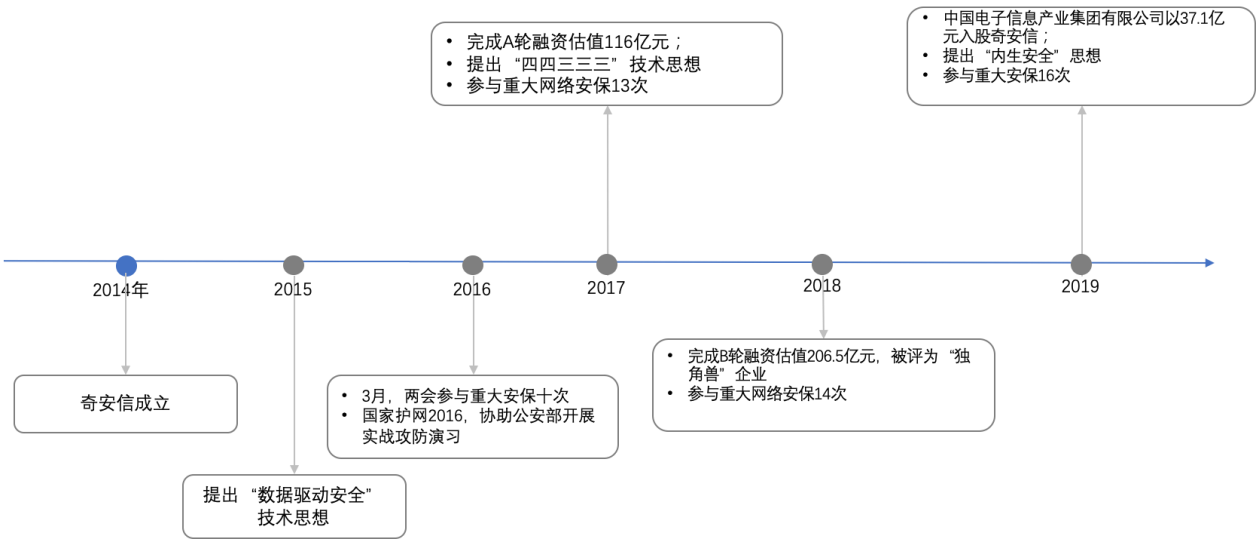
表 1： 网络安全产品全景图 9
表 2： 表 2：2016 年至今重要网络安全政策文件和要点 11

1. 综合型网络安全供应商，突飞猛进快速发展

1.1 全面布局网络安全，业绩增长行业排名第一

奇安信超速发展，短短五年发展为网络安全供应商龙头。奇安信成立于 2014 年 6 月，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。短短五年时间，奇安信内生依靠研发投入和实战攻防来增强自身竞争优势，总研发投入占总营业收入高达 41.5%；外延通过并购拥有涉密信息系统集成甲级资质、信息安全服务二级资质的网神股份等企业，拓展军政客户，为业绩高速发展奠定基础。2017-2019 年，奇安信主营业务收入年均复合增长率达到 96.0%，远高于行业平均水平。2019 年主营业务收入为 31.5 亿元，业内排名第一，已发展为基于大数据、人工智能和安全运营技术的网络安全供应商龙头。

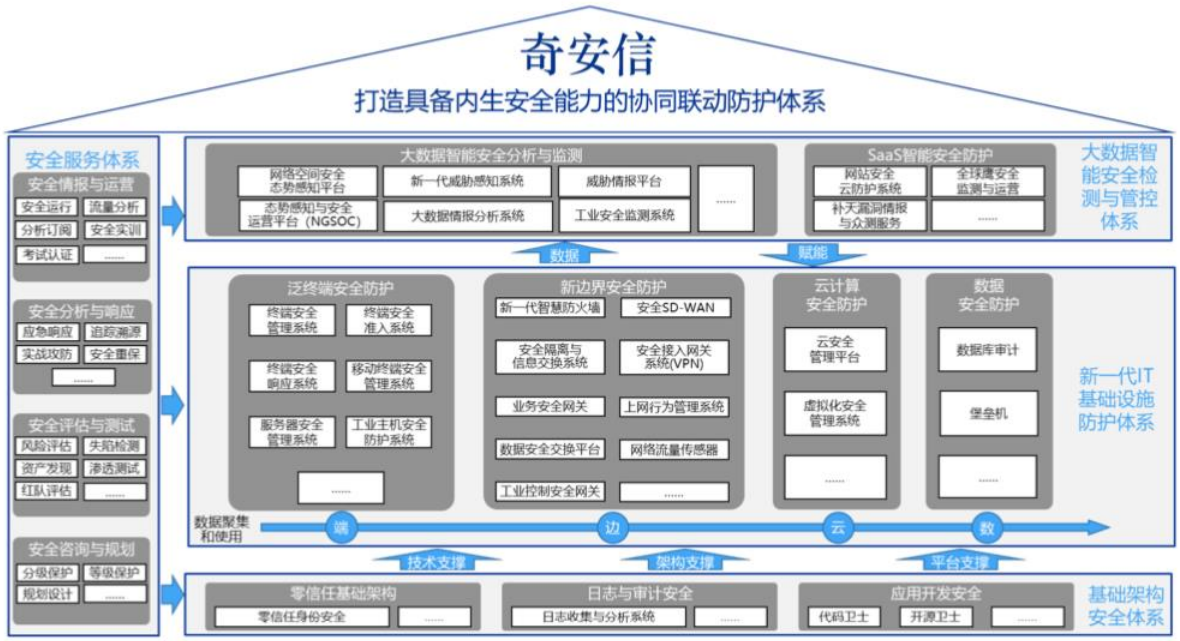
图1：公司业务发展历程



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

奇安信旨在打造协同联合防护体系，不断布局新的产品赛道。公司以结合“内生安全”、“数据驱动安全”等先进安全理念，以打造具备协同联动防护体系为目标，不断布局网络安全新的产品赛道。目前，公司的主营业务主要分为**大数据智能安全监测与管控体系、新一代 IT 基础设施防护体系、基础架构安全体系**三个方面。

图2：奇安信产品与服务体系

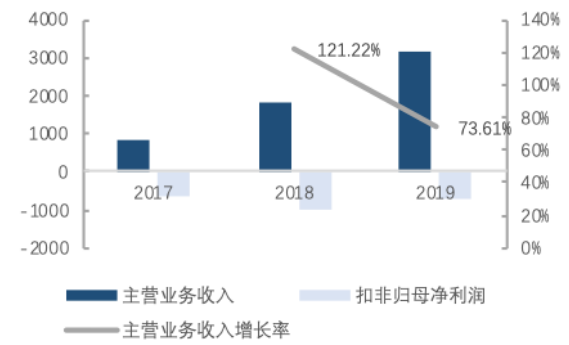


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.2 处于快速成长期，研发、销售费用占比高，亏损利润开始收窄

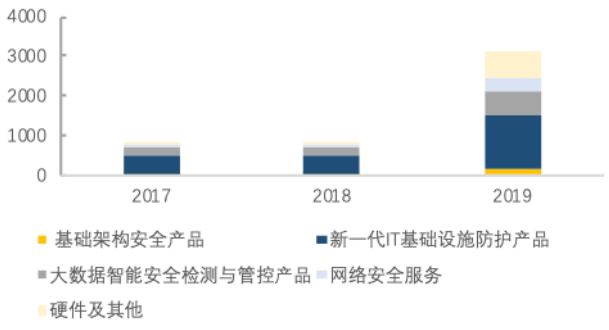
营收规模高速增长，新一代 IT 基础设施防护产品业务占比最高。在行业快速发展及公司迅速成长等因素驱动下，2017、2018 及 2019 年，公司的主营业务收入分别为 8.0、17.9 和 31.5 亿元，年均复合增长率达到 96.0%。从已披露的 2020 年中报来看，公司仍保持业务收入增长规模的高速增长。公司注重研发和全产业线布局，业绩的快速增长主要归因于包含“天擎一体化终端系统”、“云安全管理平台”等产品的新一代 IT 基础设施防护产品，包含“网络空间安全态势感知与通报处置平台”、“政企态势感知与安全运营管理平台（NGSOC）”及“新一代威胁态势感知与响应系统”的大数据智能安全检测与管控产品的业务规模也在快速扩张。同时，由于公司服务的政企客户信息化改造的综合需求较快，为其提供的整体解决方案的项目数量增长，硬件产品的业务规模占比在报告期内也有所提高。

图3：公司主营业务收入与扣非归母净利润情况（百万元，%）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

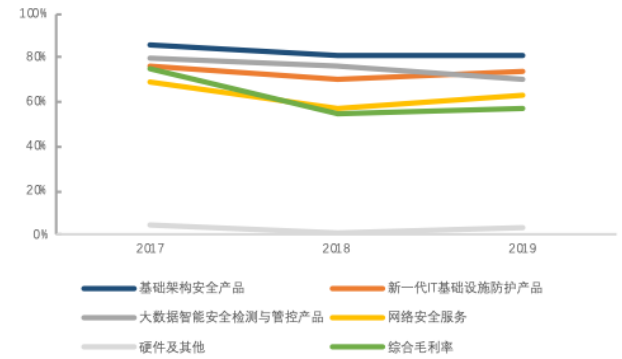
图4：公司主营业务拆分情况（百万元）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

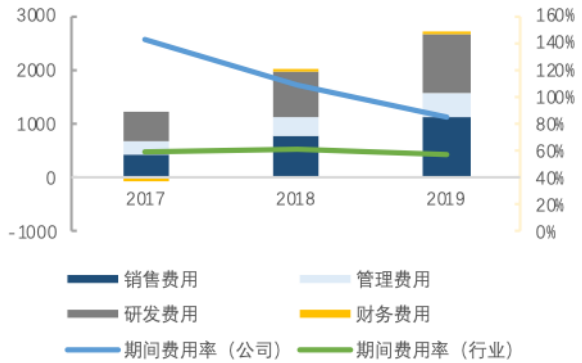
公司处于业务拓展期和快速成长期，利润端延续亏损但开始收窄，期间费用率远高行业平均水平。2017-2019年，公司主营业务综合毛利率水平分别为74.4%、55.2%和56.7%，2018、2019年略低于行业均值，主要由于公司毛利率较低的硬件及其他业务的增长。而公司网络安全产品业务、网络安全服务毛利率整体处于较高水平，符合高技术附加值的网络安全行业特征。2017-2019年，扣非归母净利润分别为-6.4、-9.6和-6.9亿元。根据公司披露的2020年中报数据来看，公司的归母净利润亏损有收窄趋势。这主要由于公司经营规模增长相对应的期间费用的上升，2017-2019年度期间费用年均复合增长率达到63.8%,期间费用率为142.2%、109.0%、84.2%，尽管呈现下降趋势，仍远高于同行业其他公司，这与公司仍处于业务拓展期和快速成长期相关，根据公司发展理念，大规模投入创新研发和市场拓展是分不开的。

图5：公司销售毛利率情况（%）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图6：公司期间费用情况（百万元，%）

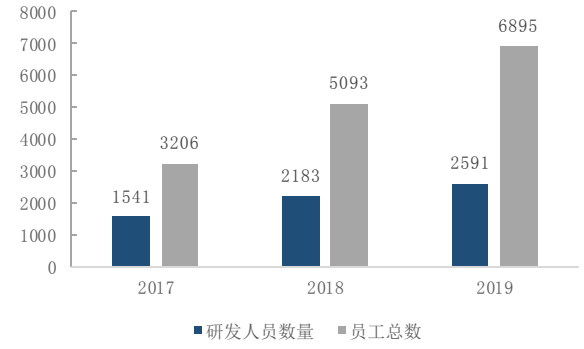


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司大力打造响应服务体系，面向网络安全新需求研发，销售费用、研发费用暂高，未来有望形成规模效应。17-19年，公司销售费用、研发费用合计对期间费用率的平均占比率为82.2%，远高于同行业平均水平，公司总人数规模也不断增长，截止2019年末，已达到6895人，其中研发人员占比处于较高水平。奇安信相较同行业第一梯队的其他公司，成立时间更短，过去在全国各地构建营销体系、打造应急服务体系，销售费用大幅增长；公司面向云计算、大数据等新兴网络安全领域研发产品布局，为信息化应用创新、等保2.0等行业机遇做好技术研发准备，使得研发费用率高于同行业可比公司平均水平。随着前期布局完成，未来公司期间费用率将逐步降至同行业平均水平，公司有望从新兴业务中获得经济效益，形成规模效应，提升净利润率。

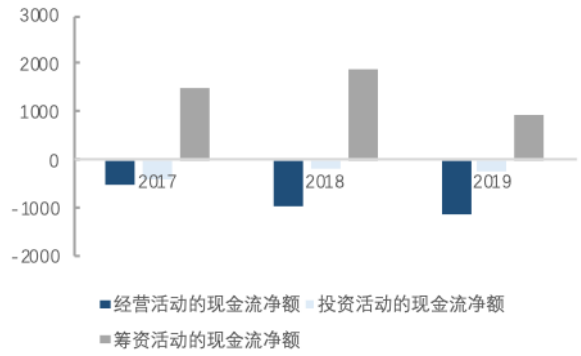
从公司现金流情况来看，科创板上市将有助于缓解公司筹资需求。公司目前处于快速成长期，经营活动净现金流、投资活动净现金流仍为负，从公司的2020年中期报告来看，这一趋势仍将持续。公司的发展需要大量外部融资，2019年5月中国电子以人民币37.3亿元持有奇安信22.6%股份；2020年7月22日，奇安信正式挂牌科创板交易，这些融资活动将为公司经营提供现金流，避免公司运营的流动性紧张。

图7：公司研发人员和公司总人数（人）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图8：公司现金流情况（百万元）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

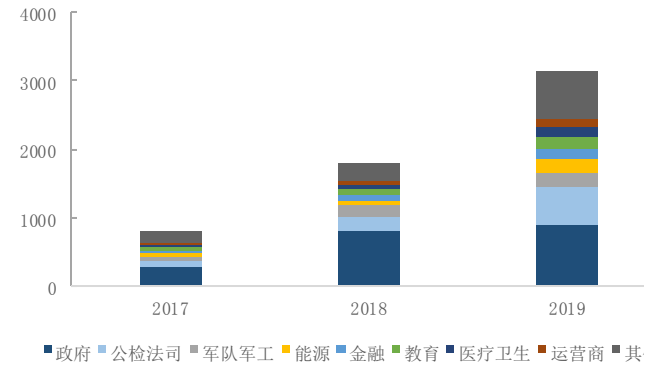
1.3 脱胎于360，收购网神、网康奠定高速发展基础，中国电子入局成为“国家队”

奇安信前身孵化于360内部，作为网络安全行业的后起之秀起点很高。公司将360原有的网站安全+企业安全+安全卫士部分业务打包后独立成立。公司被授权使用360商标，依托360集团原本在安全行业的技术优势和强大的品牌号召力，作为网络安全行业的后起之秀起点很高。

2015年12月，在签署了《关于360企业安全业务之服务框架》后，360和奇安信前身公司对网络安全业务进行了进一步划分，奇安信前身公司将主要向企业类客户提供软硬件与安全服务的业务；而360将主要针对消费类个人用户提供软硬件与服务。而2019年4月和360签署《终止协议》后，奇安信除了个人用户和政企用户有重合的终端安全领域（占公司总业务10%左右）外，其他网络安全产品和服务与个人用户领域存在较大差异，对于360已不存在依赖。目前公司的客户领域主要集中在党政军、金融、教育、医疗等大型企业。

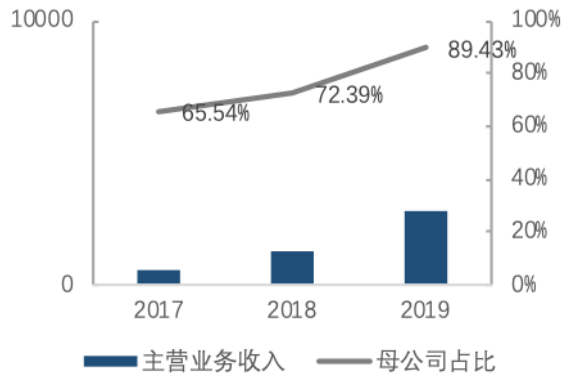
奇安信的高速发展还得益于外延并购。2014年7月-9月，奇安信向网神股份展开收购，网神股份成立于2006年，主营业务为提供高科技信息安全产品、解决方案和等级保护，拥有涉密信息系统集成甲级资源，信息安全服务二级资源等资质，在军队军工、政府、公检司法的网络安全业务占据优势。网神股份的业绩对母公司奇安信产生重大影响，2017-2019年对应的总资产占比分别为14.1%、24.5%和42.2%，对应的营业收入占比达到了65.5%、72.4%和89.4%。

图9：公司主营业务收入按客户行业分布（百万元）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图10：网神股份主营收入与母公司占比（百万元）



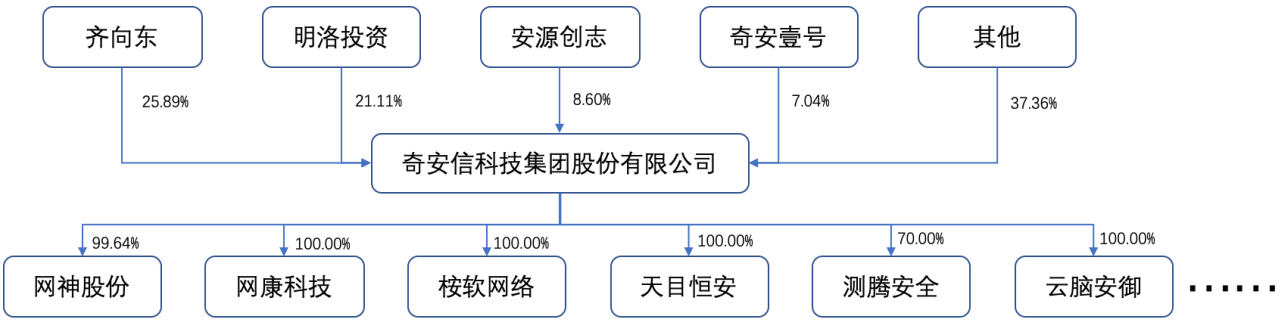
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

除此之外，奇安信目前拥有 56 家控股公司，其中一级子公司 36 家，包括网康科技（防火墙）、桉软网络（计算机系统集成）、天目恒安（技术服务）、椒图科技（安全）、观潮空间、云安宝等。

2019 年 5 月，中国电子信息产业集团有限公司（中国电子）战略入股奇安信，公司正式跻身“国家队”。中国电子根据协议，中国电子以人民币 37.3 亿元持有奇安信 22.6%股份。中国电子是国务院认定的唯一以网信产业为核心主业的央企，近年来致力于打造国家网络安全核心能力。这意味着奇安信未来将和军工、政企、公检法司有更深入的合作。合作内容上，双方将在技术创新、资源整合和重大项目建设等方面展开合作，推进央企网络安全响应中心、现代数字城市网络安全响应中心和“一带一路”网络安全响应中心三大中心建设。

作为为政企军工提供安全硬件与安全服务的奇安信，前三大股东分别为奇向东（25.9%）、中电金投控股有限公司（最终实际控制人为国务院）的宁波眉山保税港区明洛投资管理合伙企业（有限合伙）（21.1%）、由奇向东实际控制的宁波梅山保税港区安源创志股权投资合伙企业（有限合伙）（8.6%）。齐向东先生直接持有本公司 25.9%的股份，通过其控制的安源创志、奇安叁号间接控制本公司 12.5%的股份，合计控制本公司 38.3%的股份，且在本公司担任董事长职务，是公司的实际控制人。同时，背靠中国电子，奇安信也成为了网络安全行业的“国家队”。

图11：奇安信股东和子公司情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2. 内生安全时代：行业面临整体转型，市场将逐步向头部厂商集中

2.1 体系化协同防护成为网络安全保障新趋势，市场集中度将提高

新型攻击防不胜防，网络安全迫在眉睫。根据中关村网络安全联盟发布的《中国网络安全与信息化产业桔皮书（2017 年）》，攻击者所采用的新型攻击技术可以有效绕过传统安全防线。这些技术主要包括:通过语法变形、语义变形、编码转换的各类防杀技术;通过加花、加壳、加密等手段的各类反逆向技术;通过环境识别绕过沙箱逃逸技术、通过 0-day 漏洞绕过 IDS/IPS 的漏洞利用攻击技术等。APT 攻击，是一种新型危险攻击方式。传统安全防护产品在面对 APT 攻击时往往失效，这对传统安全体系提出严重挑战。APT 攻击的危险之处在于，在网络对抗中引入了精准打击的军事级数字武器，其特征表现为:目标锁定、攻击手段未知、几乎无法检测、持续时间长，不达目的绝不罢休。

网络边界不再等于安全边界，过去相对独立、分散的网络已经融合为深度关联、相互依赖的整体。传统安全防护体系强调边界防御，Firewall/NGFW、IDS、IPS、UTM、Anti-DDoS 等无一例外都强调网络边界的防御。但随着云计算、WiFi、移动互联网、远程办公等网络场景、应用场景的出现，网络访问与接入对移动性提出了前所未有的要求与挑战:云计算、移动互联网，远程办公将网络的安全边界延伸到了企业网络之外，WiFi 的出现将传统企业的物理网络边界扩展到了 WiFi 信号可覆盖的任何一个位置。

体系化协同防护是企业保障网络安全的必经之路。随着新技术的不断涌现，网络安全的内涵和外延在不断扩大，网络环境经历了从互联网到网络空间的演化，“内生安全”时代，需企业单独购买传统的安全产品无法抵挡网络攻击，只有企业本身的信息化系统与安全系统融合，产生自适应的安全能力，体系化协同防护。未来网络安全行业将继续保持技术更迭快的特征，随着用户企业将越来越明晰自身安全需求，拥有全线产品的综合型网络安全供应商将更有可能获得政企的青睐。目前网络安全领域的主要产品可以分为主要涵盖终端安全、身份认证管理、应用安全等的基础传统安全业务，包括如云计算、物联网、大数据等新兴技术冲击下带来新兴安全领域以及包括安全集成、安全运维在内的安全服务。

表1：网络安全产品全景图

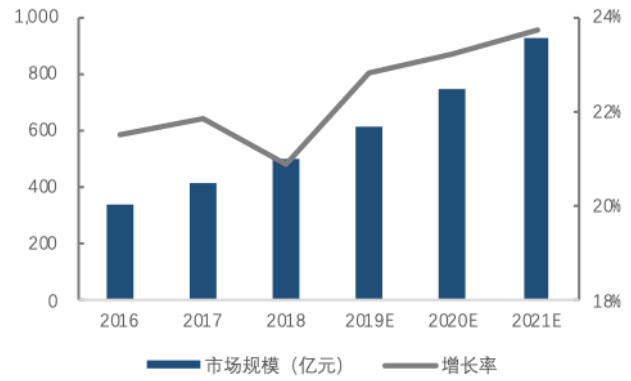
领域		主要产品
基础安全	计算环境安全	可信计算、主机入侵防范、恶意代码防护、零信任技术、防病毒、终端安全管理、主机安全、终端检测与响应、办公设施安全
	数据安全	数据平台安全、加密锁、备份与恢复、数据防泄密、数据脱敏、勒索软件防护、文档安全、大数据保护
	身份访问安全	身份认证、IAM（4A）、数字证书、堡垒机
	通信网络安全	通信安全、上网行为管理、网络流量管理、电信级流量检测、UEBA、网络隔离、抗 DDoS、网络入侵防范、网络接入安全、访问控制、访问控制（AIFW）
	应用安全	Web 应用防护（WAF）、Web 应用扫描与监控、负载均衡、域名安全、邮件安全、网页防篡改
	开发安全	应用安全测试、软件成分分析、安全开发流程管控、源代码安全
	业务安全	业务反欺诈、内容安全、应用软件安全管理、视频专网
	安全管理	审计与日志（SIEM）、密码管理、安全与 IT 风险管理平台、应急响应\支持防护、风险及脆弱性管理、安全运营中心、安全监控、资产扫描与发现、漏洞管理、管保工具与服务、安全合规

新兴安全领域	云安全	云网络架构安全、云原生安全、云安全其他、云应用安全、云访问安全
	智能安全	态势感知、威胁情报、威胁捕捉、APT 高级威胁防护、网络空间资产测绘、取证\溯源、大数据与人工智能
	物联网安全	车联网安全、其他物联网安全
	移动安全	移动业务安全、移动应用安全、移动终端管理、手机防病毒
	工业互联网安全	工控安全管理类、工控安全培训、工控检测类、工控防护类
	区块链安全	区块链安全
安全服务类	安全服务	安全集成、测评与认证、安全咨询与审计服务、安全运维服务、安全培训服务、安全会议与活动、安全实验室与靶场

资料来源：整理自安全牛，东兴证券研究所

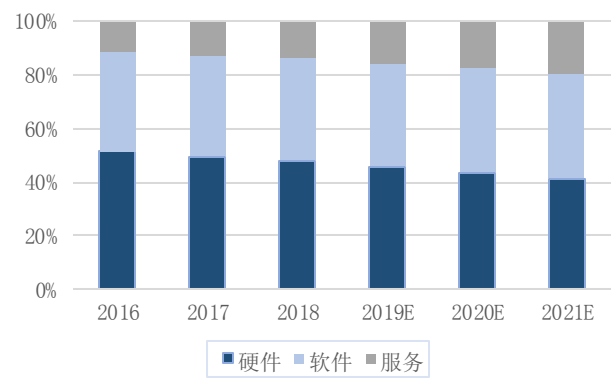
网络安全市场规模持续上升，产品+服务将成为拉动增长的引擎。根据赛迪咨询，2016 年以来，中国网络信息安全市场在国家政策法规、数字经济、威胁态势等多方需求驱动下，一直维持着 20%左右的高速增长，并预计在 2021 年达到 926.8 亿元，网安市场已形成千亿级规模的市场。中国信通院《中国网络安全产业白皮书（2019）》的数据显示，2018 年我国共有 2898 家从事网络安全业务的企业，其中当年新增企业 217 家，同比增长 8.1%。而从网络安全市场结构来看，未来网络安全产品与网络安全服务将成为拉动网络安全行业规模增长的引擎，以面对日益复杂的网络攻击。而包含统一威胁管理（UnifiedThreatManagement）、安全内容管理（SecurityContentManagement）以及入侵检测与防御的硬件子市场市场份额将进一步下降。

图12：2016-2021 年中国网络信息安全市场规模与增长



资料来源：赛迪咨询，东兴证券研究所

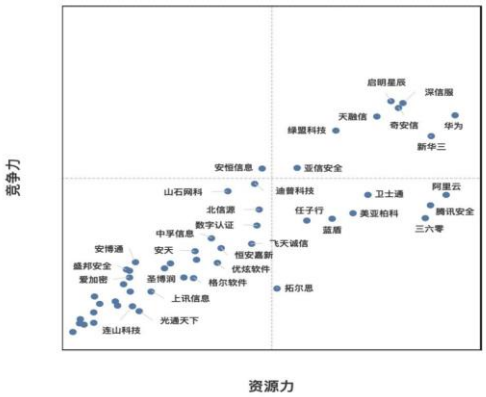
图13：2016-2021 年中国网络安全市场结构



资料来源：赛迪咨询，东兴证券研究所

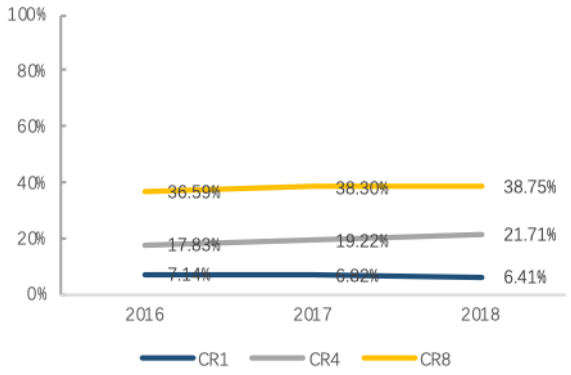
市场将逐步向头部厂商集中。我国网络安全行业近年来虽然实现了快速增长，但由于网络安全市场细分领域较多，竞争较为激烈，产业集中度较低，目前市场上缺少真正的龙头企业。深信服在安全内容管理硬件市场、虚拟专用网（VPN）等领域占据优势，而启明星辰在安全隔离与信息交换市场、入侵检测与防御（IDS/IPS）细分领域占据行业领先位置，绿盟科技在安全与漏洞管理（AIRO）行业领先。从市场集中度来看，CR4 呈现明显的增长趋势，2018 年已经达到 38.8%；而 CR1 的份额有所下降，这说明第一梯队的网络安全供应商仍处于较为激烈的竞争中。内生安全时代，网络安全系统将与信息系统深度融合，这对网络安全供应商提出了更高的要求，具有雄厚资本、产业线布局广泛的综合型网络安全商将更受资本方以及军政企业的青睐，市场向头部厂商集中的趋势将继续保持。

图14：中国网络安全产业竞争格局图



资料来源：《网络安全产业分析报告（2019）》，东兴证券研究所

图15：中国网络安全产业集中度



资料来源《网络安全产业分析报告（2019）》，：东兴证券研究所

2.2 政策与技术双重驱动，万亿级市场可期

5G 与新基建带来安全建设新需求。中国 5G 自 2019 年商用以来，网络发展速度不断加快。工业和信息化部数据显示，目前我国累计建成 5G 基站 19.8 万个，5G 用户累计已超 3600 万。据中国信通院测算，到 2020 年底，5G 新建基站将超过 50 万个，用户将突破 1 亿。5G 领衔新基建，作为最根本的通信基础设施，能够为大数据中心、人工智能、工业互联网等其他基础设施提供重要的网络支撑。5G 在赋能新发展的同时将产生新的网络安全风险，网络安全是 5G 新基建的基础工程，如大力构建的工业物联网系统将产生大量有价值的数据，若单个节点被攻击渗透，将对整个系统产生巨大影响且破坏通过节点网络高速传播；新基建下 IDC 的大规模构建，推动企业、政府将信息上传至云端，云安全管理也将成为未来的重要课题。

国家政策持续加码，全力支持网络安全行业的国产替代化。网络安全事关国家安全、经济安全、社会稳定、公众健康和安全，网络安全行业的发展是信息化国产化替代中的重要进程。2016 年 11 月，全国人大常委会通过《网络安全法》，强调金融、能源、交通、电子政务等重点领域的网络安全政策、工作任务与措施。2016 年 12 月，由国家互联网信息办公室发布的《国家网络安全战略》明确了国家网络空间工作的战略任务。之后，多项政策、法规持续出台，对于网络空间安全的各个领域的技术标准以及发展规划作出详细的规定。2019 年 9 月，工信部对外发布的《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》中明确指出到 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。

表2：表 2：2016 年至今重要网络安全政策文件和要点

时间	政策文件	主要内容
2016 年 11 月	《网络安全法》	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。
2016 年 12 月	《国家网络空间安全战略》	明确国家网络空间工作的战略任务，维护国家安全，保护关键信息基础设施、加强网络文雅建设，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，提升网络安全防护能力，强化网络空间国际合作。
2017 年 1 月	《信息通信网络与信息安全规划（2016 年-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，更好服务网络强国和全面建成小康社会的目标要求，服务

时间	政策文件	主要内容
		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》	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，打击违法犯罪、增强网络管理能力，防范移动互联网安全风险。
2017 年 7 月	《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》	明确要求地市级以上人民政府应当将关键信息基础设施安全保护工作纳入经济社会发展总体规则，加大投入，开展绩效考核评价。
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》	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，促进网信与证券监督工作联动。
2019 年 3 月	《中央企业负责人经营业绩考核办法》	首次将网络安全纳入考核范围
2019 年 5 月	《网络安全等级保护技术 2.0 版本》	提出对云计算安全、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。
2019 年 7 月	《云计算服务安全评估办法》	提高党政机关、关键信息基础设施运营者采购使用云计算服务的安全可控水平，规定了云计算服务软硬件设施及其相关管理制度等
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 2,000 亿。
2020 年 4 月	《网络安全审查办法》	关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的，应当按照《办法》进行网络安全审查。

资料来源：政府网站，东兴证券研究所

技术与政策双重驱动，网络安全行业万亿级市场容量可期。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催生网络安全新服务场景，政策加码推进网络安全产业的国产替代进程，未来具有雄厚产业资本、强劲创新研发实力、网安资质与牌照的综合型网络安全龙头将迎来发展的“红利期”，实现网络安全整个产业链条的自主可控并掌握关键领域核心技术。

3. 全产业线布局：传统与新兴领域齐发力，已形成品牌、渠道、技术壁垒

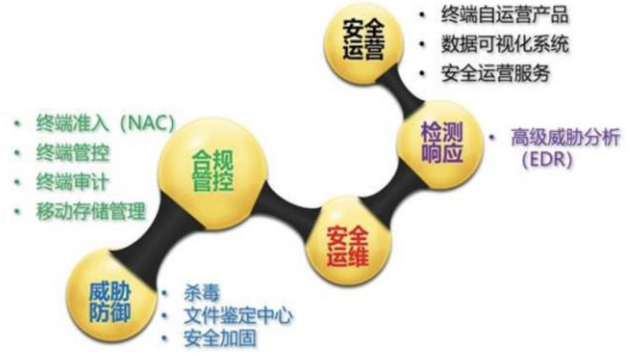
3.1 终端安全+云安全管理平台：助力“云+网+端”安全服务一体化

终端安全行业排名第一，已推出新一代“基于权限的行为管理引擎-天狗”。奇安信天擎终端安全管理系统借助了 360 的平台优势，借助了 360 的 AVE、QVM 引擎来进行病毒扫描等功能以及功能驱动、云端支持功能。之后奇安信通过技术迭代的方式，推出自主研发的终端安全平台，包括基于权限的行为管理引擎-天狗、杀毒引擎和主动防御功能驱动。平台以功能一体化、平台一体化、数据一体化为设计理念，为客户的终端安全防护提供了终端防病毒、入侵防御、补丁管理、安全准入、资产发现、身份认证等十六大基础安全服务。

通过微服务架构和无状态化服务，奇安信天擎可满足大数据量、高并发、高可用和扩弹性扩展的管理平台架构。通过面向资源语义的强约束开发框架，提供数据一致性保证和数据分级缓存能力，降低业务实现成本，提高业务扩展的灵活性。平台支持灵活的部署，可应用于企业私有云环境，可有效支持全网一盘棋的终端安全状态可视和实时管控。同时，为了更好的应对 0day 攻击等未知威胁，奇安信天擎还搭载了奇安信最新研发的第三代安全引擎天狗。天狗引擎不依赖具体的漏洞、不依赖特定的操作系统、可以有效防护漏洞攻击和后门攻击，即使在断网情况下，也不影响效果。

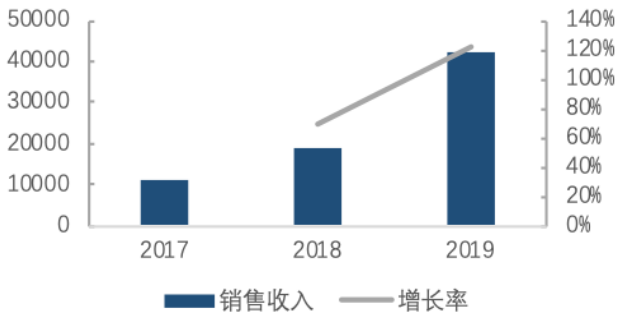
过去 3 年，天擎一体化终端管理系统营业收入保持增长态势，2018 年比 2017 年增长 69.2%，2019 年比 2018 年增长 121.9%，公司重点推进了各行业重点客户的销售，中标多个行业龙头企业的订单，带动销量快速提高；同时，公司对产品进行持续研发创新，开发了终端高级威胁检测和响应、终端数据安全、信创终端防护等高级产品功能以及信创终端安全防护产品，并得到了客户的认可，使得产品单价不断上涨，最终带动产品收入快速增加。

图16：奇安信终端安全管理系统



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图17：天擎一体化终端管理系统销售情况（万元，%）



资料来源：IDC，东兴证券研究所

根据 IDC 统计，2019 年奇安信终端安全平台在行业内排名第一，占比为 23%。终端安全管理平台是传统赛道，天擎一体化终端管理系统通过安全一体化、威胁防御多维化、安全管控智能化、全面满足合规要求，这是公司形成“云、网、端”的重要一步。

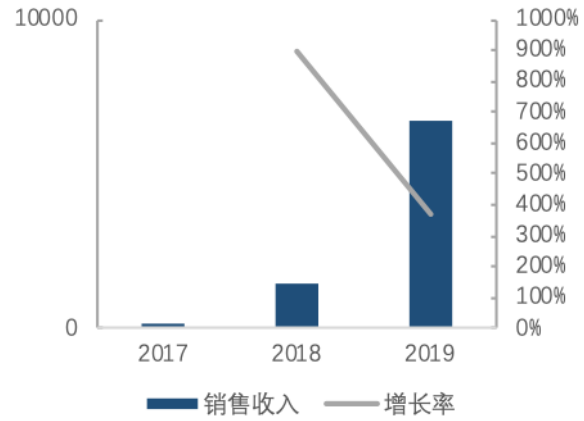
云安全管理业务未来将成为拉动奇安信收入的引擎。2017-2019 年，云安全管理平台营业收入呈高速增长态势，2018 年较 2017 年同比增长 900.1%，2019 年较 2018 年增长了 374.0%。根据赛迪咨询 2018 年数据，奇安信云安全管理业务行业类排名第一，云安全管理业务经历了从无到行业领先的过程仅仅花了三年。国内

云计算及云安全处于高速增长期，全国包括政务云、政务大数据、警务云、警务大数据、司法、教育、卫生等行业云及各种央企、大型企业云安全需求激增，采购内容及采购数量快速增加，使得产品单价、销量及收入快速增长。企业上云大势在未来仍将持续，云安全管理业务未来将成为拉动奇安信收入增长的引擎。

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。产品整体设计由“防范”为中心的，基于边界防御的传统网络安全，升级为由“预防—防御—监测—响应”立体的安全防护架构，深入云内，覆盖了云环境中的网络层、宿主机层、虚拟化层、云主机层、应用层、数据层等多层防护。奇安信云安全管理平台致力于将多种安全能力进行整合与联动，最终呈现一站式的云安全解决方案。奇安信云安全管理平台以“安全产品服务化、安全能力一体化、安全运营自动化”的核心理念，通过软件定义安全技术，重构了云上安全的立体防御体系。

在产品资源层面，奇安信云安全管理平台可为多种场景的用户，目前公司云安全管理平台已经和 VMware、Nutanix、青云、Easystack 等公司旗下数十个云平台实现了兼容，并适配了麒麟软件、飞腾等软硬件及操作系统,通过开放的产品架构与接口，实现了对各种外部安全能力的无缝对接支持。在政企上云需求将得到释放的未来，奇安信将凭借一体化的安全解决方案，获得更多政府、公检、军队及企业客户的青睐。

图18：奇安信云安全管理平台收入情况（万元，%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图19：奇安信云安全管理平台



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.2 智能态势感知、零信任架构变革：公司已抢占先机

基于大数据的“智能安全态势感知”业务，从被动防御走向主动防御，奇安信已抢占先机。根据中关村网络安全联盟发布的《中国网络安全与信息化产业桔皮书(2017 年)》，态势感知属于网络与信息安全保障体系的范畴，并且是关键和基本组成部分;态势感知技术与监测预警、应急响应、安全情报、大数据等技术密切相关;态势感知适用于多种网络环境，从骨干网、关键基础设施，到工业互联网和物联网，再到党政机关内部网络。

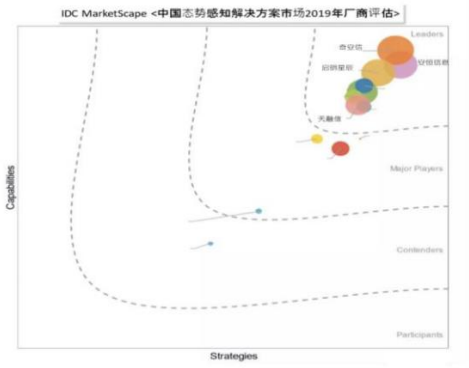
态势感知对于信息安全厂商的要求较高，其要求先进的大数据架构、强大的威胁检测能力、完善的安全运营闭环及专业的运营服务。目前第一梯队的安全厂商皆推出了安全态势产品。根据 IDC2019 显示，目前奇安信、安恒信息、深信服、天融信皆处于领导者象限。

奇安信政企态势感知与安全运营平台（简称 NGSOC）以大数据平台为基础，通过收集多元、异构的海量日志，利用关联分析、机器学习、威胁情报等技术，帮助政企客户持续监测网络安全态势，实现从“被动防御”

向“积极防御”的进阶，为安全管理者提供风险评估和应急响应的决策支撑，为安全运营人员提供威胁发现、调查分析及响应处置的安全运营工具，已在400+大型政企单位落地实践。

在《网络安全法》及行业政策的驱动下，安全管理平台市场进入快速发展期，公安、电子政务、央企、地方性政府委办局、部委等行业客户的需求大幅增加，采购内容不断丰富，使得产品单价、销量及收入快速增长。2017-2019 年，政企态势感知与安全运营管理平台(NGSOC)营业收入呈增长态势，2018 年较 2017 年增长了 129.1%，2019 年较 2018 年增长了 159.7%。2017-2019 年，新一代威胁态势感知与响应系统营业收入也呈现高速增长趋势，2018 年较 2017 年增长了 219.0%，2019 年较 2018 年增长了 260.5%。

图20：中国态势感知解决方案 MarketSpace 市场象限图



资料来源：IDC，东兴证券研究所

图21：奇安信态势感知产品展示



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

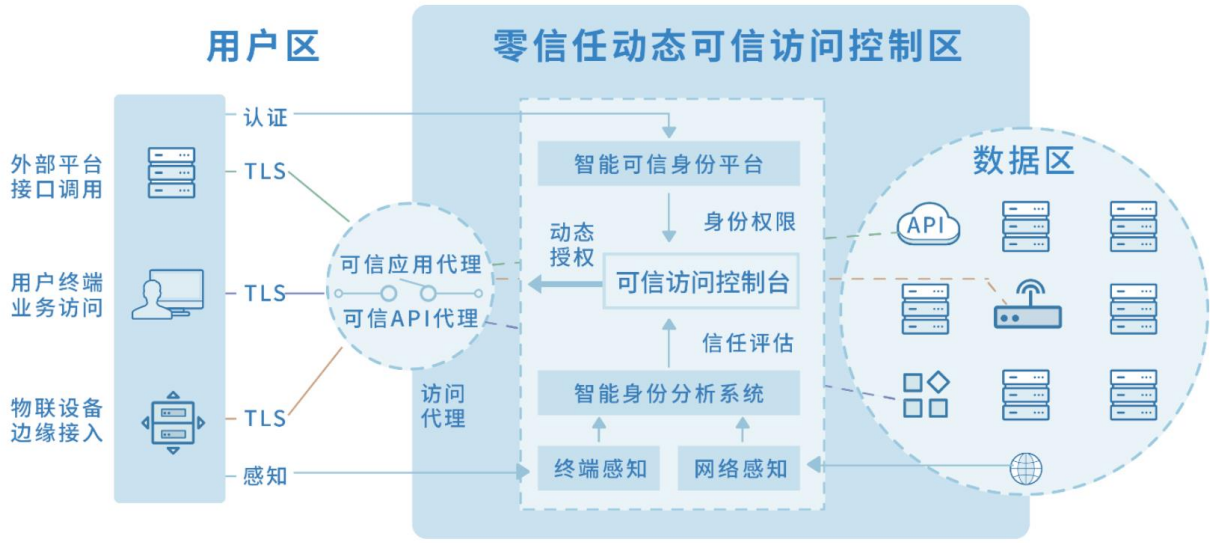
推翻边界，零信任架构是未来的大势。一方面，云计算、移动互联导致的企业边界瓦解，难以继续基于边界构筑企业的安全防线；另一方面，外部攻击和内部攻击愈演愈烈，以 APT 攻击为代表的高级持续攻击仍然能找到各种漏洞突破企业的边界。同时，内部业务的非授权访问、雇员犯错、有意的数据窃取等内部威胁层出不穷；另外，国家和行业层面对企业安全的监管力度逐步加强，也对企业安全提出了更高的要求。

零信任安全架构将推翻边界对于“信任”的滥用，其从本质可概括为以身份为基石的动态访问控制，是在不可信的现代网络环境下，通过动态访问控制技术，以细粒度的应用、接口、数据为核心保护对象，遵循最小权限原则，构筑端到端的逻辑身份边界。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。

奇安信于 2019 年推出的零信任产品，当年实现销售收 1253.6 万元，销售数量为 42 套。

奇安信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22：奇安信零信任基础框架



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.3 应急响应体系构建、安全服务能力行业领先

网络安全事件频发，应急响应必不可少。网络安全行业是一个新兴且快速发展的行业。十三五期间，我国大力发展数字经济，同时网络攻击事件呈现多发、高发趋势，从国家层面到政企客户对网络安全的重视程度不断增强，国内重大活动的网络安全保障开始常态化。2016 年我国监管机构和各行业开始积极开展实网攻防演练，2017 年又爆发了波及全球的—永恒之蓝Ⅱ勒索病毒事件，攻防演练、应急事件、重大安保等需求激增。为了应对网络安全行业发生的这些重大变化，公司从 2016 年开始建立全国性应急响应团队，大量招聘和培养技术人员，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及时解决客户安全问题，真正将网络安全工作做到体系化、常态化、实战化，在解决客户网络安全问题的同时，获得了广大客户的信任，极大地提升了公司的品牌价值和认同度，进而增加了老客户的复购概率，也带来了新客户的有效商机。

应急响应服务是奇安信推出的以快速响应、力保恢复为行动指南，积极开展网络安全事件的预防、发现、预警和协调处置等工作的安全服务。应急响应服务通过制定集团级应急响应机制，协同集团营销、媒体等 15 个部门联合开展的应急处置工作，后端以高效的应急响应系统 IT 平台以及遍览全国安全事件的大屏展示平台作为支撑，与应急现场应急响应工具箱进行完美结合，为在发生安全事件时，第一时间作出有效决断提供了强大的后台保障。

公司逐步建设了覆盖全国的应急响应服务体系，并在全国各地设立了应急响应团队。2019 年，公司应急响应团队人数接近 600 人，公司共参与和处置了 2000 余起全国范围内的网络安全应急响应事件;共支持 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;参与了国家和地方重大活动网络安全保障任务 50 余次，包括投入超过 1000 人支撑新中国 70 周年国庆网络安保等。

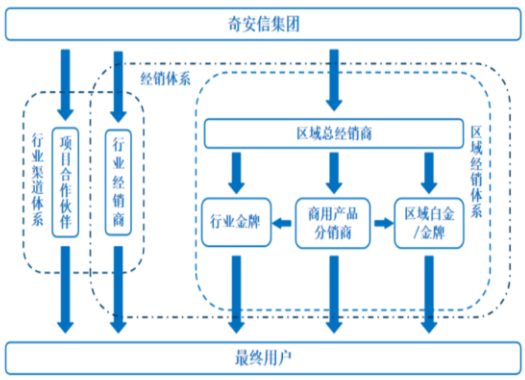
图23：奇安信应急响应体系逻辑



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司快速发展，目前已形成资质壁垒、渠道壁垒、品牌壁垒、技术壁垒。公司在快速发展的过程中，通过依托 360 的优势以及迅猛扩张，目前的客户主要分布在公检、政府、军队、企业等行业，在行业用户中建立了良好的口碑与品牌认知，取得了政企用户对这些网络安全企业的技术、质量、服务等的充分信任，形成了一定的忠诚度，形成品牌壁垒；通过收购网康、网神股份获得了计算机信息系统集成资质、信息安全服务资质和计算机信息系统安全专用产品销售许可证等资质，拓展了政府、公检、军队等客户，形成了资质壁垒；由于网络安全行业的客户行业和地域分布都较为分散，公司大力构建销售网络，拓展和培养渠道商，拓展用户，目前建立了稳定、广泛的渠道体系和营销网络。2017 年、2018 年和 2019 年，公司渠道销售占主营业务收入的比重分别为 71.6%、53.9%和 68.5%，有利于公司充分利用项目合作伙伴和经销商的服务及客户等资源，以便于公司最大限度地覆盖更多客户的需求，提高公司的市场占有率，形成了渠道优势；公司大力研发，自主研发的“天狗”第三代安全引擎、云安全管理系统、政企态势感知与安全运营平台（简称 NGSOC）、新一代威胁态势感知与响应系统等产品处于行业领先位置，获取了较大的市场份额，形成技术壁垒。

图24：奇安信渠道销售



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图25：2019 奇安信核心技术行业排名

细分领域	排名	权威机构
终端安全	1	赛迪咨询
安全管理平台	1	赛迪咨询
安全服务	1	赛迪咨询
云安全	1	赛迪咨询
Web 安全	2	赛迪咨询
UTM	2	赛迪咨询
终端安全软件	1	IDC
安全内容管理硬件	2	IDC

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

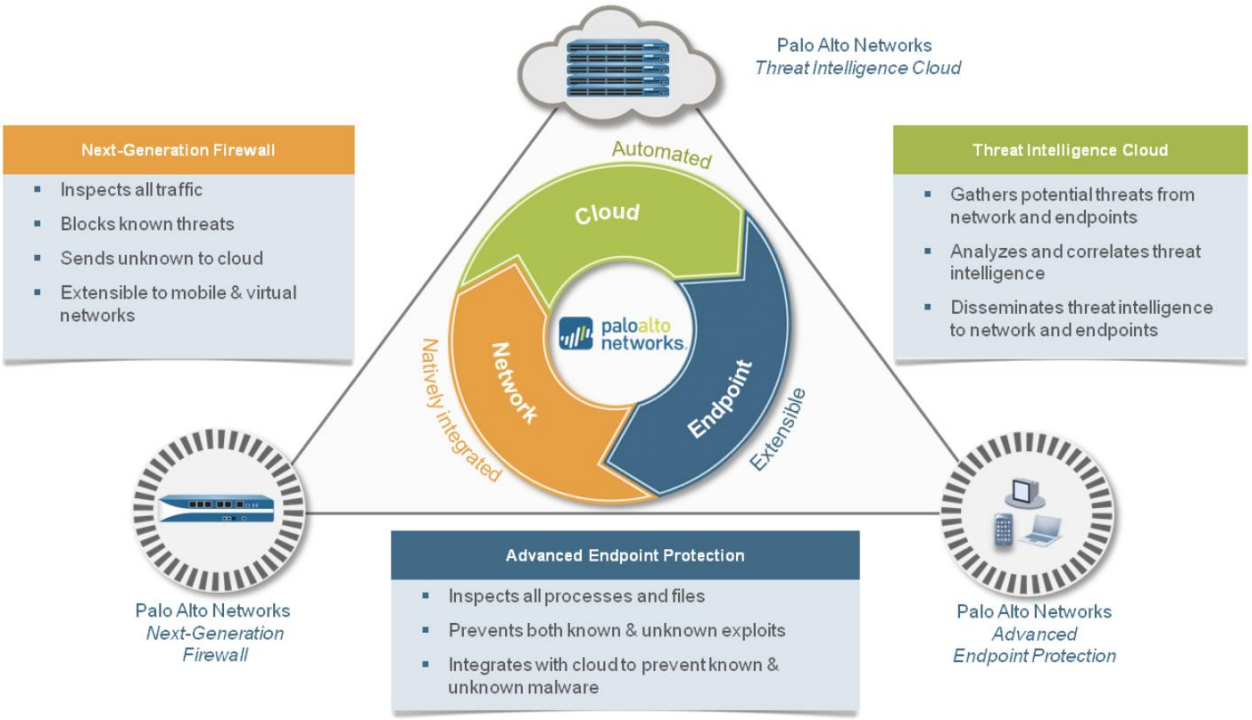
3.4 从 Palo Alto Networks 的发展来看，持续的营业收入高增长是未来核心关注点

对标全球企业安全龙头，奇安信有望成为中国版的 Palo Alto Networks。Palo Alto Networks 成立于 2005 年，是全球领先的企业安全公司，总部位于美国加利福利亚州圣克拉拉市，目前为全球 150 多个国家和地区中超过 65,000 家企业提供服务。《财富》100 强中超过 90%的企业及全球 2000 强企业中超过 71%的企业都

采用派拓网络的产品改善网络安全状况。奇安信的激进成长路径与 Palo Alto 有很相近的地方，两者都曾是网络安全行业的破局者，两者同样注重研发和营销网络的拓展，奇安信的未来发展可以从 Palo Alto Networks 中获得启发。

Palo Alto Networks 以新一代防火墙起家，突破原有传统防火墙仅为简单的物理边界安全防护，并不能从全局解决用户网络面临的实际问题。新一代防火墙颠覆了原有的网络行业，使在传统防火墙有绝对优势的 Cisco 等企业市场份额下降，随着态势感知、大数据等前沿技术的成熟，新一代防火墙将进一步与外部智能系统、其他安全产品之间互联互动。新一代防火墙为边界安全指明了新的方向，是真正的集成，贴近网络环境和用户需求，其具备应用识别的能力、功能与性能兼备、可视化和智能化分析的能力。目前，Palo Alto Networks 通过新一代防火墙、智能威胁云服务、先进的云端保护逐渐形成了“云+网+端”一体化防护。

图26：Palo Alto NETworks“云+网+端”一体化体系



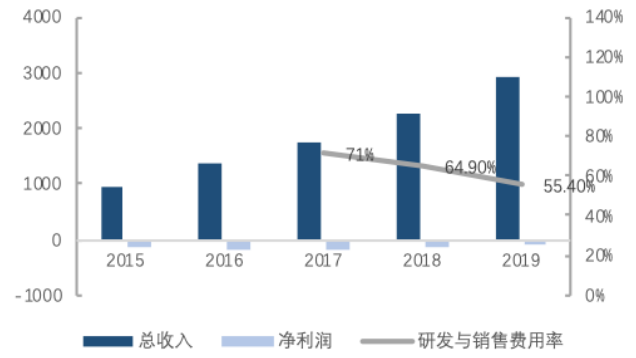
资料来源：PaloAltoNetworks 官网，东兴证券研究所

终端安全是奇安信区别与其他安全厂商的重要产品。“而奇安信脱胎于 360，借助 360 本身在病毒查杀和防护、杀毒引擎、云端平台、特征库等存量技术优势，共同打造“天擎”系统，面向终端安全的产品集合和方案，主要有防病毒、终端安全管控、终端准入、终端审计、外设 EDR 等功能，相比传统杀毒软件具备更丰富的一体化终端管控能力。该产品为代表的终端安全业务成为拉动奇安信收入增长的重要引擎，奇安信在传统安全赛道也玩出了新花样。在奇安信与 360 签订《终止协议》后，奇安信加大自主研发，第三代“天擎”、云安全管理平台等产品陆续推出，奇安信往“云+网+端”一体化安全体系的构建更近一步。

Palo Alto Networks 于 2012 年纳斯达克上市，当时距离其成立仅仅七年；而奇安信于 2020 年 7 月 22 日正式挂牌科创板交易，成立仅六年。比较两者的成长战略，可以发现相似点。1）营业收入规模保持高速增长，高于同行业平均水平。2015-2019 年 Palo Alto Networks 的营业收入保持了 33.23%的年平均增长率，远高于国际平均水平；而奇安信的营业收入也显示出年均 97.4%的增长，长势更为迅猛。2）而从收入结构来看，

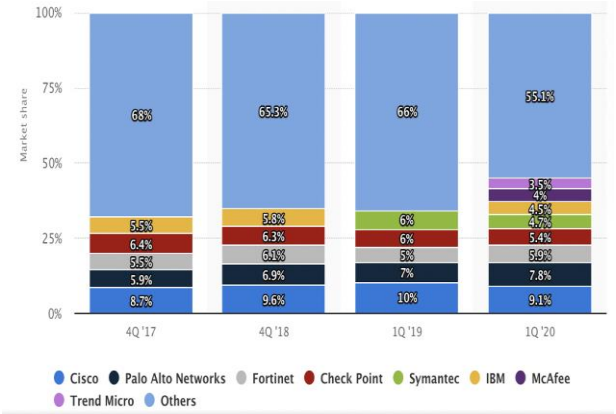
两者都旨在提供全产业线产品，在新兴技术领域占据优势。Palo Alto Networks 将其业务划分为企业安全、云端安全、安全运营三个板块，以云安全为主的订阅与服务收入大幅拉动了公司的主营业务收入；而奇安信将业务划分为基础架构安全产品、新一代基础设施防护产品、大数据智能安全检测与管控产品、网络安全服务等，由云、大数据、物联网等新兴技术驱动研发的产品对于业务收入的拉动将在未来越来越明显，行业地位将进一步上升。3）净利润仍处于亏损状态，Palo Alto Networks 与奇安信同样花费大量金额在研发费用与销售费用上。2017-2019 年 Palo Alto Networks 的研发和销售费用率之和分别为 71%、64.9%、55.4%；2017-2019 年奇安信的研发和销售费用率之和分别为 118.3%、89.1%、68.6%。4)两者都处于强势增长的阶段，市场份额进一步提高。Palo Alto Networks 在全球领先网络供应商的市场份额中逐步上升，到 2020 年 Q1 已达到 7.8%的市占比，紧逼传统安全龙头 Cisco；而奇安信 2020 年的营业收入已经达到行业第一，超过深信服、启明星辰等第一梯队老牌网络安全供应商。

图27：Palo Alto Networks 营业收入、净利润等情况（百亿美元，%）



资料来源：PaloAltoNetworks 年度报告，东兴证券研究所

图28：领先网络供应商市场份额占比



资料来源：statistic，东兴证券研究所

市场对 Palo Alto Network 一直处于长期看好的状态，尽管其仍未实现盈利的目标。自 2012 年上市纳斯达克以来截至 2020 年 9 月 11 日，该公司的股价已经从 53.1 美元上升至 242.9 美元，年均复合增长率为 19.9%。作为尚处于高速发展阶段且拥有核心技术、行业领先、有良好发展前景和市场认可度的奇安信，我们相信其未来核心看点为高速持续增长的主营收入。

4. 盈利预测与公司估值

公司盈利预测及投资评级：公司近三年营业收入维持高速增长，研发投入力度大，专注产品性能提升，行业市场空间广阔，预计公司 2020 年到 2022 年归母净利润分别为-2.11/1.32/5.22 亿元，对应 EPS 分别为-0.31/0.19/0.77 元，对应 PE 分别为-361 倍、576 倍和 146，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

1. **公司未来一段时间内存在持续亏损的风险。**

2017-2019 年，公司利润连续亏损，2020 年上半年扣非后净利润大幅下滑，且未来一段时期可能持续亏损的风险。

2. **公司未来与 360 存在互为竞争关系的风险。**

公司系自三六零集团分立出来，双方存在商标、技术互相无偿授权许可使用等业务安排，未来双方存在竞争关系的风险。

3. **销售费用、研发费用存在一段时间内占比较高的风险。**

未来，如果公司收入无法按计划增长，或者新产品市场拓展不利，公司较大的销售费用和研发费用规模可能存在对公司的盈利产生不利影响的风险。

4. **网络完全行业存在发展低于预期的风险。**

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	3991	3989	9241	9664	10502	**营业收入**	1817	3154	4436	6140	8080
货币资金	1646	1258	5793	5326	5131	**营业成本**	805	1365	1743	2261	2850
应收账款	543	1297	1551	1825	2161	营业税金及附加	36	33	37	52	68
其他应收款	936	367	516	714	939	营业费用	800	1118	1395	1808	2299
预付款项	31	43	54	64	80	管理费用	332	470	528	638	719
存货	611	749	937	1192	1472	财务费用	30	22	-106	-167	-157
其他流动资产	148	264	376	524	693	研发费用	818	1047	1295	1609	1874
非流动资产合计	2791	3166	3145	3174	3177	资产减值损失	201.52	-3.36	102.68	142.11	187.01
长期股权投资	454	392	392	392	392	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	100	195	1241	1278	1297	投资净收益	77.43	195.80	40.00	40.00	40.00
无形资产	61	66	65	70	77	加：其他收益	176.00	243.31	291.97	321.16	337.22
其他非流动资产	61	96	0	0	0	**营业利润**	-953	-536	-227	159	617
资产总计	6782	7155	12386	12838	13678	营业外收入	0.58	1.78	1.78	1.78	1.78
流动负债合计	2396	1968	1987	2324	2711	营业外支出	0.56	4.83	4.83	4.83	4.83
短期借款	0	0	0	0	0	**利润总额**	-953	-539	-230	156	614
应付账款	544	862	977	1241	1534	所得税	0	14	6	8	31
预收款项	359	396	448	519	614	**净利润**	-953	-553	-236	148	584
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-81	-58	-25	16	61
非流动负债合计	109	146	146	146	146	归属母公司净利润	-872	-495	-211	132	522
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2504	2114	2133	2470	2857	**成长能力**					
少数股东权益	-19	18	-7	9	70	营业收入增长	121.22	73.61%	40.65%	38.40%	31.60%
实收资本（或股本）	149	578	680	680	680	营业利润增长	35.07%	-43.80%	-57.67%	-170.04	288.74%
资本公积	5817	6609	11903	11903	11903	归属于母公司净利润增长	38.41%	-43.22%	-57.34%	-162.72	294.39%
未分配利润	-1669	-2164	-2291	-2212	-1898	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	4297	5022	10260	10359	10751	毛利率(%)	55.68%	56.72%	60.72%	63.18%	64.72%
负债和所有者权益	6782	7155	12386	12838	13678	净利率(%)	-52.43	-17.53%	-5.32%	2.41%	7.22%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	-12.85	-6.92%	-1.70%	1.03%	3.82%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	-20.29	-9.85%	-2.06%	1.28%	4.86%
经营活动现金流	-956	-1114	-796	-248	155	**偿债能力**					
净利润	-953	-553	-236	148	584	资产负债率(%)	37%	30%	17%	19%	21%
折旧摊销	85.71	140.15	181.35	221.62	227.06	流动比率	1.67	2.03	4.65	4.16	3.87
财务费用	30	22	-106	-167	-157	速动比率	1.41	1.65	4.18	3.65	3.33
应收帐款减少	-318	-754	-254	-274	-336	**营运能力**					
预收帐款增加	78	37	52	72	94	总资产周转率	0.30	0.45	0.45	0.49	0.61
投资活动现金流	-154	-219	-223	-352	-377	应收账款周转率	5	3	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.30	4.49	4.83	5.54	5.82
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	77	196	40	40	40	每股收益(最新摊薄)	-1.78	-0.90	-0.31	0.19	0.77
筹资活动现金流	1884	927	5554	134	26	每股净现金流(最新摊薄)	5.18	-0.70	6.67	-0.69	-0.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	28.75	8.69	15.10	15.24	15.82
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	127	428	102	0	0	P/E	-63.03	-124.67	-361.17	575.80	146.00
资本公积增加	1791	792	5294	0	0	P/B	3.90	12.90	7.43	7.36	7.09
现金净增加额	774	-406	4535	-467	-195	EV/EBITDA	-17.43	-150.00	-323.59	447.09	110.61

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

76	标题	日期
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：上周精选层深度下探，两融业务迈出实质性步伐	2020-09-14
行业普通报告	新三板精选层周报：创业板注册制落地再造风潮，精选层亟待政策调整改善流动性	2020-08-30
行业深度报告	医疗信息化行业：云乘大势，共轭发展	2020-08-19
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：精选层“价格发现”功能充分发挥，后续挂牌企业需要合理设定预期	2020-08-16
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：计划试点融资融券业务获认可，流动性有望持续改善	2020-08-09
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：开板首周精选层涨跌互现，首日破发或预示中国资本市场童年的终结	2020-08-02
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：新三板精选层 27 日开市，涵盖 5 家计算机公司	2020-07-26
行业深度报告	计算机行业报告：传统企业上云释放增长动能，中国特色拓宽私有云市场发展空间	2020-07-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2015 年新财富第二名，2018 年万得金牌分析师第一，2019 年加盟东兴证券计算机团队，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

陈宇哲

计算机行业分析师，五年证券从业经验，曾任职东方证券，从事中小市值行业（TMT 方向）研究，2020 年加盟东兴证券研究所。曾获 2018/2019 年财新 II 最佳分析师中小市值第一名/第三名，2018 年第一财经最佳分析师新经济团队第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526