

证券研究报告

2020年05月18日

行业报告| 行业专题研究

计算机应用

科创板网络安全系列：奇安信，综合性的网安供应商

作者：

分析师沈海兵SAC执业证书编号：S1110517030001



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

- 1、领先的网络安全供应商，公司控制权稳定
- 2、网络安全产品布局完整，基础设施防护贡献主要收入
- 3、多款产品市场领先，多项技术取得突破
- 4、党政军客户优势明显，但存在一定的账期压力

风险提示：技术创新、新产品开发风险；核心技术泄密及核心技术人员流失风险；市场竞争加剧风险；产品和服务不能获得相关认证的风险

1

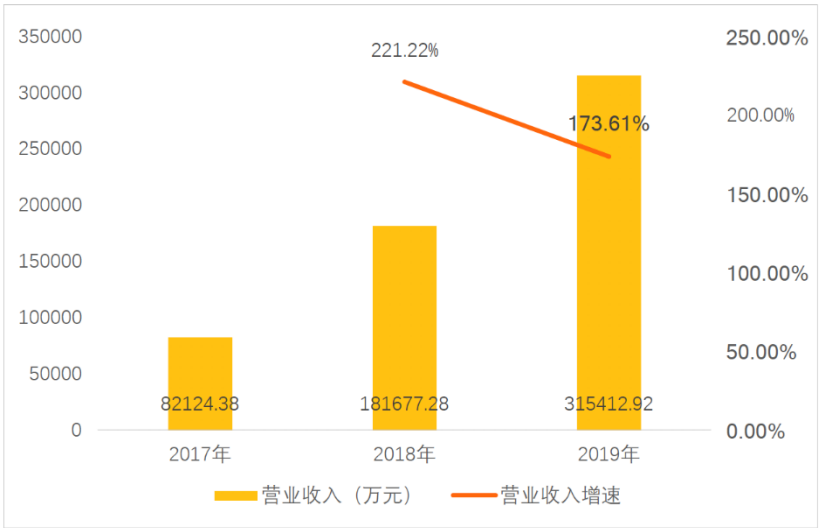
领先的网络安全供应商，公司控制权稳定

国内领先网络安全供应商：奇安信

公司是国内领先的企业级网络安全产品和服务提供商。公司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）、内生安全等先进的安全理念，以及面向新基建的新一代网络安全框架；研发了以天狗系列第三代安全引擎为代表的颠覆性安全技术；打造了零信任、天眼等创新的安全产品；主导了攻防演习、安全众测、安全运营等实战化安全服务模式。

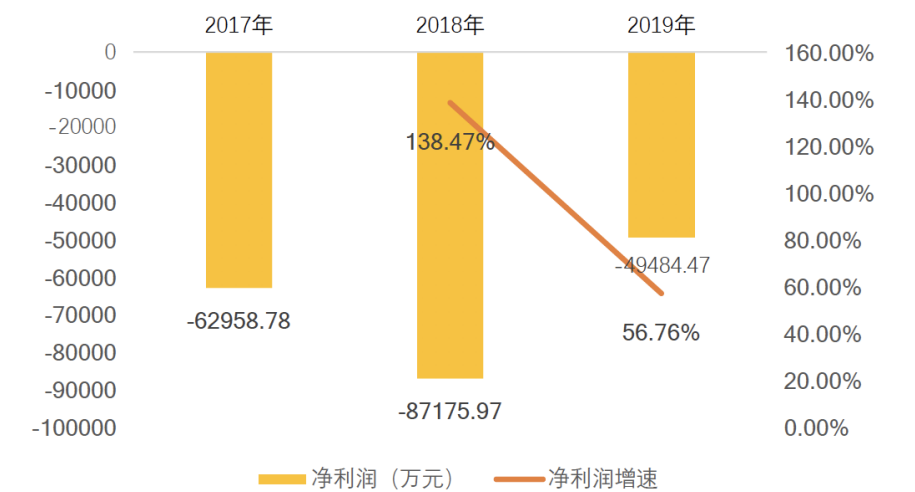
公司营收保持高速增长的状态，但由于研发与销售投入较大，公司目前仍处于亏损状态。2017年-2019年，公司营业收入分别为82,124.38万元、181,677.28万元和315,412.92万元，收入持续增长，年均复合增长率为95.98%。2017年-2019年，公司归属于母公司所有者的净利润分别为-62,985.78万元、-87,175.97万元和-49,484.47万元，净利润增速较快，目前尚未盈利的主要原因是公司投入较多的资源进行创新研发及市场拓展，相关费用支出较高。

图：公司近三年营业收入金额及增速



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图：公司近三年归母净利润金额及增速



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

从三六零集团到360企业安全再到如今的奇安信

奇安信有限成立于2014年6月，原系三六零集团所控制公司。2015年12月，齐向东与周鸿祎及相关方签订了《关于360企业安全业务之框架协议》就企业安全业务从三六零集团中拆分的事宜进行了框架性约定。2017年8月，奇安信有限与同受齐向东控制的360企业安全技术重组。其后，企业安全集团层面进行了多轮对外融资。2018年12月，奇安信有限吸收合并企业安全集团，承继了企业安全集团全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务，企业安全集团注销。2019年5月，奇安信有限整体变更为股份有限公司。

图10：奇安信演变历程各阶段概况

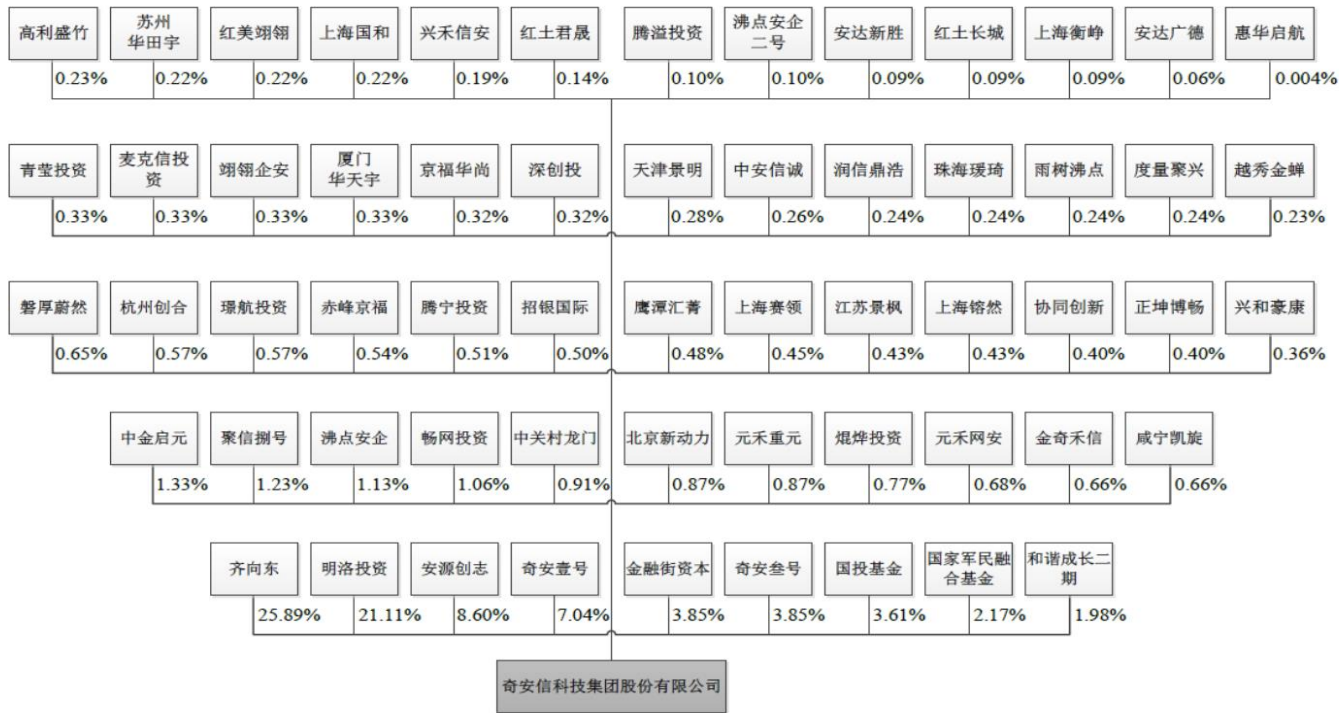


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司控制权稳定，核心高管均持有公司股份

公司控制权稳定，核心高管均持有公司股份。公司董事长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，且在本公司担任董事长职务。近两年，齐向东对公司控制关系未发生变化，且在预期的期限内将持续保持稳定，认定为公司控股股东、实际控制人。公司董事及总裁吴云坤通过奇安壹号持有公司1.83%的股份，通过安源创志间接持有公司1.08%的股份。公司副总裁何新飞通过奇安壹号持有公司0.27%的股份。

图：奇安信股东结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

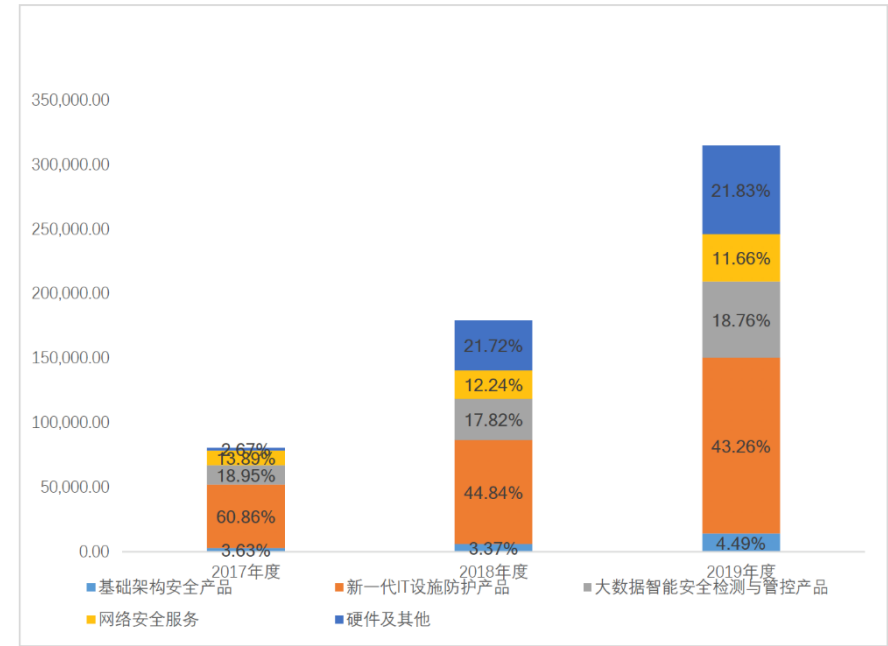
2

网络安全产品布局完整，基础设施防护贡献主要收入

公司网络安全产品布局完整，打造全面防御体系

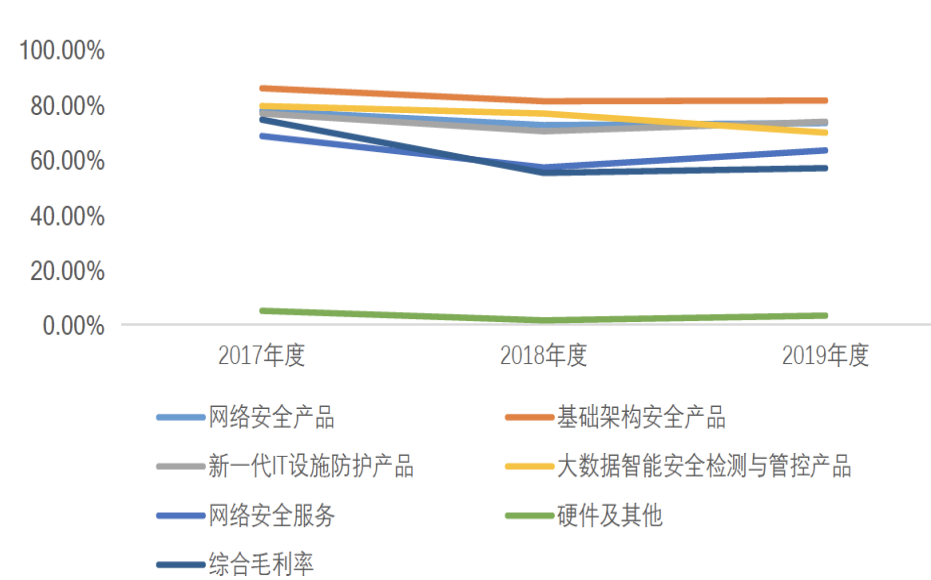
公司拥有包括基础架构安全产品、新一代IT基础设施防护产品以及大数据智能安全检测与管控产品在内完整的产品布局。以“数据驱动安全”的技术理念，致力打造“三位一体”的新一代网络安全防御体系，即低位（设备和软件防御能力）、中位（大数据人工智能分析态势感知能力）和高位（威胁情报收集与分析能力）全面协同联动的防御能力，使政企客户的网络安全防御体系从被动的威胁应对和标准合规，走向动态的积极防御体系，以对抗多样化的安全威胁。2017年、2018年及2019年，公司网络安全产品销售收入分别为67,137.43万元、118,531.55万元和209,459.14万元，占主营业务收入的比例分别为83.44%、66.04%和66.51%，为公司主营业务收入的主要来源。17-19年公司网络安全产品销售收入的年均复合增长率为76.63%，增长速度较快，且公司网络安全产品业务的市场竞争优势明显，2017年、2018年及2019年的毛利率分别为77.61%、72.48%和73.10%，毛利率较高。

图：公司各产品收入（万元）及占比情况



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图：公司各产品毛利率变化情况

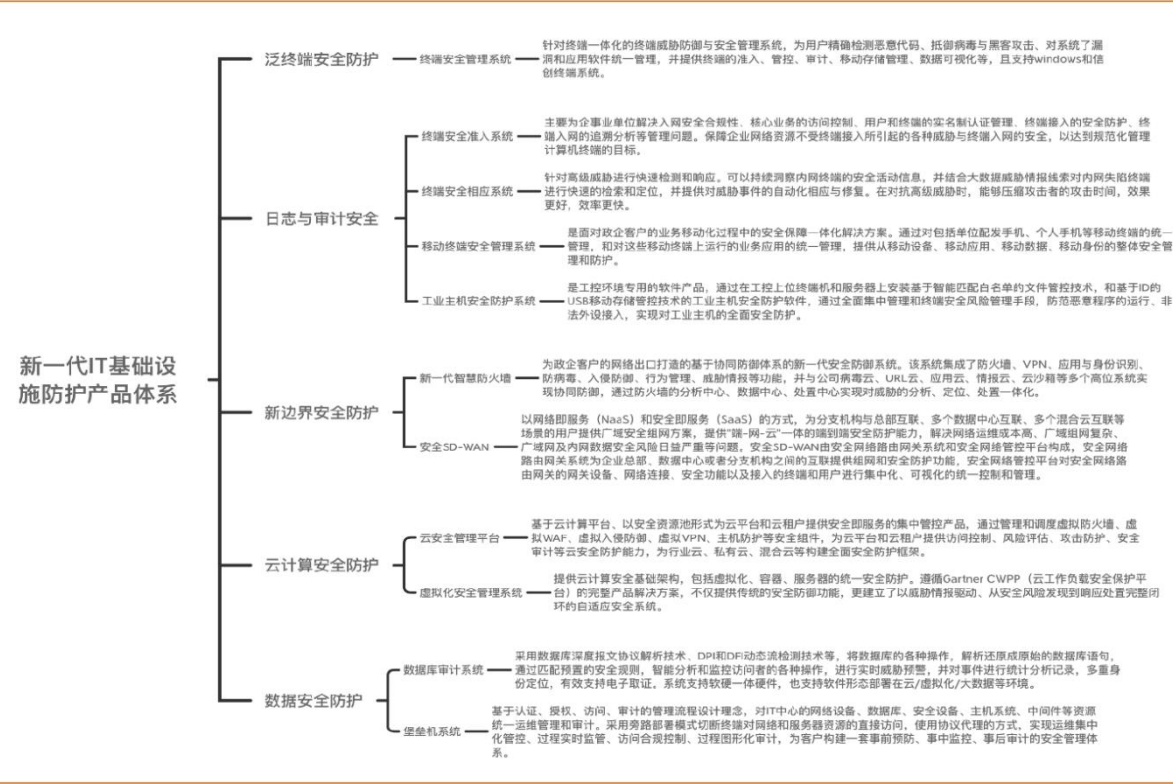


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

新一代IT基础设施产品是网络安全产品收入主要组成部分

新一代IT基础设施防护产品，主要是公司针对政企客户新一代IT基础设施建设提供的包括云计算安全防护、大数据安全防护、终端安全防护、新边界安全防护等产品。新一代IT基础设施防护产品销售收入系网络安全产品销售收入的主要来源，2017年、2018年及2019年，新一代IT基础设施防护产品销售收入分别为48,969.77万元、80,488.39万元和136,240.67万元，占主营业务收入的比例分别为60.86%、44.84%和43.26%，年均复合增长率为66.80%。17-19年内，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。

表：新一代 IT 基础设施防护产品体系

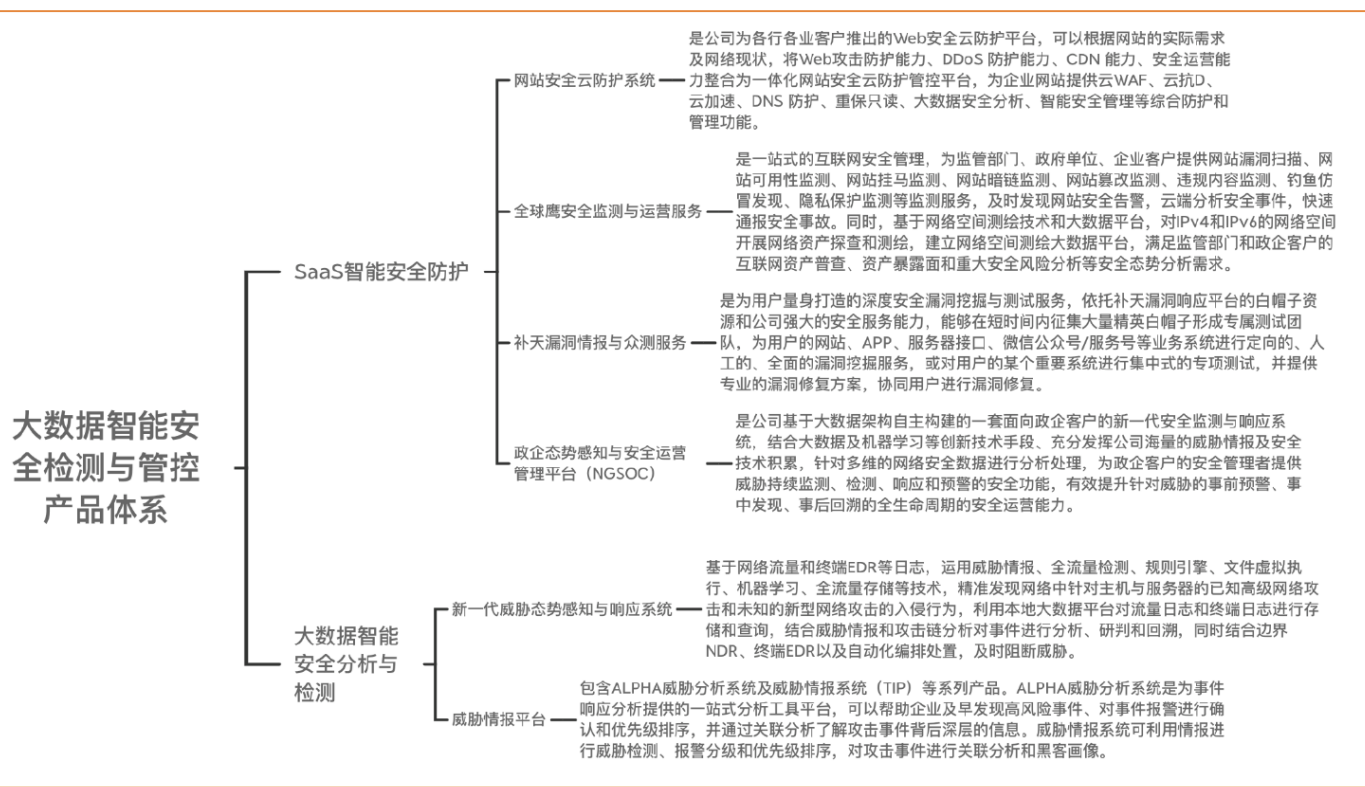


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

大数据智能安全检测与管控产品紧跟前沿，保持高速增长

大数据智能安全检测与管控产品包括SaaS智能安全防护产品、大数据智能安全分析与监测产品等。2017年、2018年及2019年，大数据智能安全检测与管控产品销售收入分别为15,249.15万元、31,991.56万元和59,091.48万元，占主营业务收入的比例分别为18.95%、17.82%和18.76%，年均复合增长率为96.85%。17-19年内，公司大数据智能安全检测与管控产品销售收入占主营业务收入的比例有所提高，增速高于网络安全产品业务整体增速，是公司网络安全产品业务的重要发展方向。

表：大数据智能安全监测与管控产品体系简介

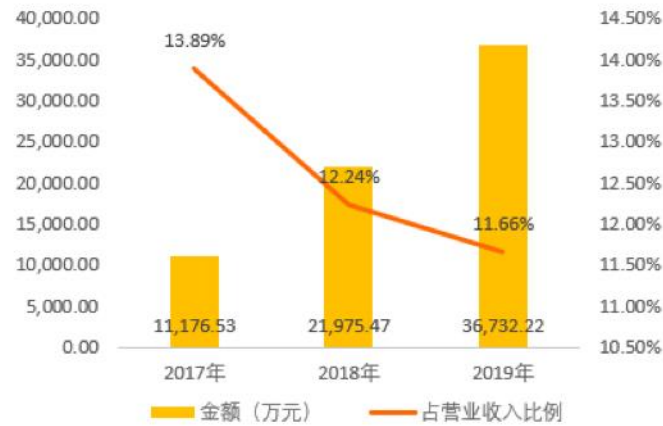


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

全周期的安全保障服务，增长势头喜人

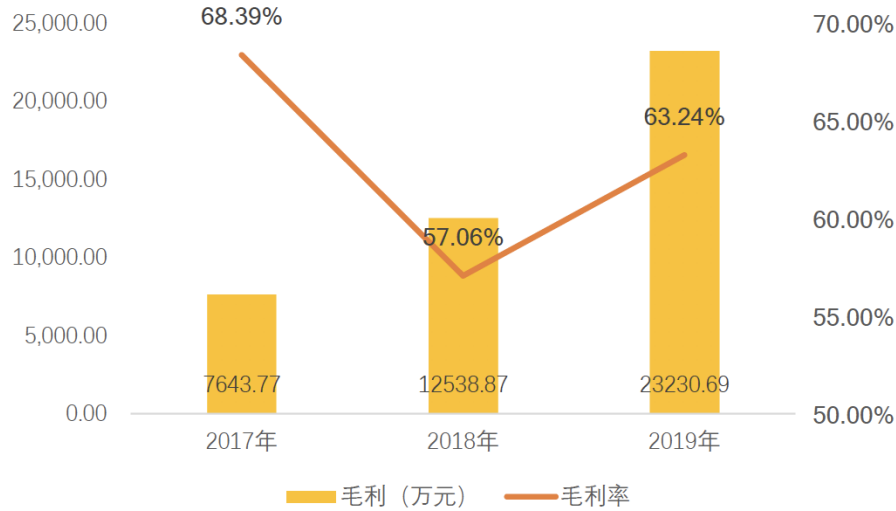
公司网络安全服务业务以安全数据为基础，利用专业安全分析工具，通过提供安全运行、咨询与规划、安全风险管控、安全应急处置等一系列服务，在云端安全大数据及云端安全服务的支撑下，为客户提供全周期的安全保障服务。2017年、2018年及2019年，公司网络安全服务收入分别为11,176.53万元、21,975.47万元和36,732.22万元，占主营业务收入的比例分别为13.89%、12.24%和11.66%，年均复合增长率为81.29%。

图：近三年网络安全服务销售金额及收入占比变化



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图：近三年网络安全服务毛利及毛利率变化



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

基于创新的安全运营模式，为客户提供多样化网络安全服务

公司安全服务基于“数据驱动安全”技术理念，以攻防技术与大数据分析为核心，针对不同客户、不同阶段的安全需求，提供咨询与规划、评估与测试、分析与响应、情报与运营等一系列服务。此外，依托大数据和云计算的技术和数据优势，公司还创新安全运营模式，为客户提供提供了以威胁情报为代表的订阅和数据基于云计算的安全运营等创新型的云化产品，以及基于远程平台支持安全运营服务、基于城市/行业安全运营中心的“管家式”安全服务。

表：部分公司代表性网络安全服务简介

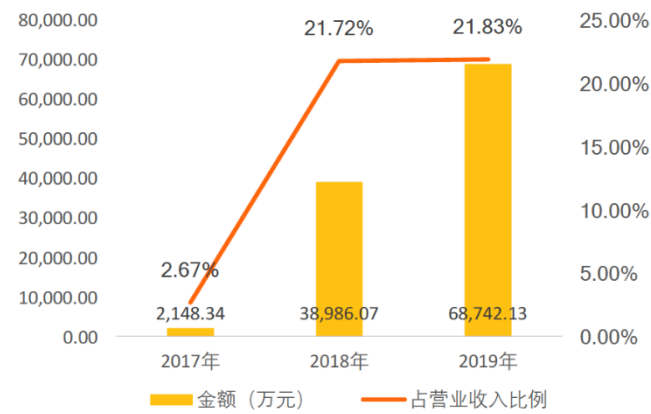
服务分类	服务名称	主要内容
安全咨询与规划	网络安全体系规划设计	网络安全体系规划设计服务以系统工程方法，结合内生安全理念，帮助政企进行能力型安全体系规划。通过对业务与信息化调研、网络安全能力差距分析、架构设计、可行性研究等工作，从技术、管理、运行三个方面，拉通顶层设计、系统设计、实施设计等层次，为大型客户的信息化与数字化转型构建动态综合的网络安全防御与运行体系。
	风险评估服务	针对业务系统网络的结构合理性，主机的访问控制、身份识别，应用的逻辑安全、安全功能，数据库的数据安全，管理的制度和规范等方面进行评估，有效发现可能存在的安全漏洞和安全风险。
安全分析与响应	应急响应服务	在用户发生安全事件时，及时采取行动限制安全事件扩散范围和影响，排除系统安全风险并协助追查事件来源、提出解决方案、协助后续处置，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。网络安全系统能在确定攻击源的基础上采取隔离或者其他手段限制网络攻击，将网络攻击的危害降到最低。攻击追踪溯源技术为网络防御提供更加准确攻击源、路径等信息，帮助客户实施针对性的防护策略。
安全情报与运营	安全运行服务	针对用户部署的公司产品，提供相应安全签名、规则和补丁升级、现场定期巡检、预防性维护等事项。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。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

政企客户综合需求增加，网络安全集成业务高速增长

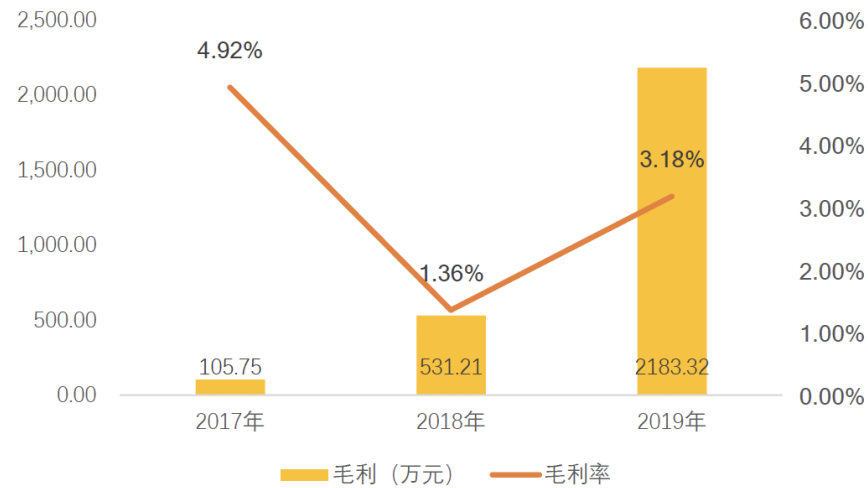
硬件及其他业务系公司在网络安全性质的系统集成项目中为客户提供的第三方硬件采购、实施（如需）等业务。在部分项目中，公司提供的网络安全解决方案为大型政企客户信息化改造项目中的组成部分，也承担为此类客户配套外采其他系统集成硬件产品并销售给对方的业务。2017年、2018年及2019年，硬件及其他业务收入分别为2,148.34万元、38,986.07万元和68,742.13万元，占主营业务收入的比例分别为2.67%、21.72%和21.83%，年均复合增长率为465.67%。17-19年各期，公司硬件及其他业务占主营业务收入的比重提升幅度较高，这是由于公司服务的政企客户信息化改造的综合需求增加较快，公司为其提供整体解决方案的项目随之增长，硬件及其他业务收入规模快速增长。

图：近三年硬件及其他业务销售金额及收入占比变化



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图：近三年硬件及其他业务毛利及毛利率变化



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司政企客户项目硬件比例高，主营业务面临毛利率下降风险

2017年度、2018年度及2019年度，公司主营业务毛利率分别为74.39%、55.15%及56.69%，呈下降趋势，主要由于公司毛利率较低的硬件及其他业务收入在2018年和2019年的增长幅度相对较高，导致该期间公司主营业务毛利率水平有所下降。近年来，随着政企单位信息化改造需求的扩大，公司承接了多个大型系统集成性质的网络安全项目，此类项目中包含了规模较大的第三方硬件采购，由于该等第三方硬件的市场较为成熟、价格相对透明，因此硬件及其他业务毛利率较低。未来，在政企单位信息化改造以及新基建建设过程中，公司仍可能承接系统集成性质的网络安全项目，使得公司主营业务毛利率存在下降的风险。

表：公司主营业务毛利率情况

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
网络安全产品	73.10%	72.48%	77.61%
其中：基础架构安全产品	81.30%	81.17%	85.88%
新一代 IT 设施防护产品	73.73%	70.16%	76.60%
大数据智能安全检测与管控产品	69.69%	76.68%	79.27%
网络安全服务	63.24%	57.06%	68.39%
硬件及其他	3.18%	1.36%	4.92%
综合毛利率	56.69%	55.15%	74.39%

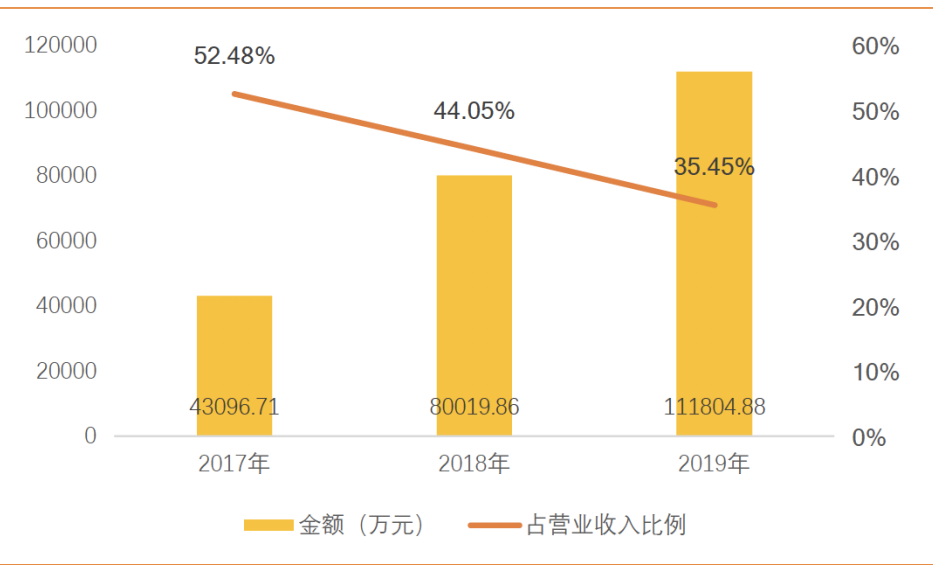
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司持续加大销售和研发投入，巩固竞争优势与行业地位

为提高公司的市场占有率，公司加大了对市场拓展的投入，销售人员数量持续增加，销售人员薪酬及其他销售相关费用支出增幅较高。随着营业收入的快速增长，公司销售费用规模逐年增加，2017年、2018年及2019年，公司销售费用分别为43,096.71万元、80,019.86万元和111,804.88万元，年均复合增长率为61.07%。

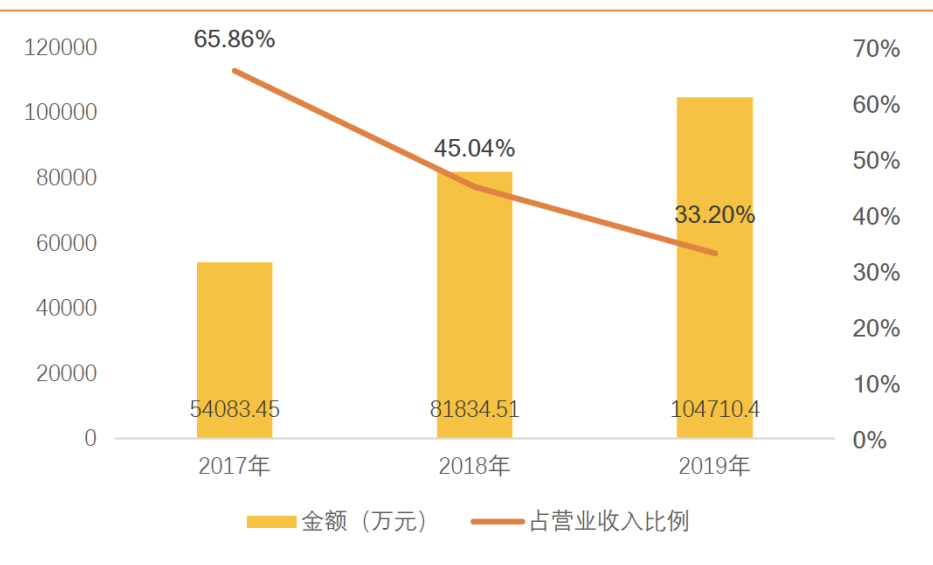
为保持技术领先优势，公司持续加大研发投入，不断培养并引进专业研发人才，研发人员的数量不断增长，研发相关费用支出持续增长，占各期营业收入的比例较高。2017年、2018年及2019年，公司研发费用分别为54,083.45万元、81,834.51万元和104,710.40万元，与营业收入的增长趋势相符。。

图：销售费用近三年金额及占比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图：研发费用近三年金额及占比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

募集资金投向科技创新领域，保障公司技术优势

公司发行募集资金将全部投资于科技创新领域，包括网络安全行业中新兴的云安全、大数据安全、物联网安全、工业互联网安全、安全服务化、零信任安全、态势感知领域，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。本次募集资金均投入围绕公司现有主要业务的产品拓展和延伸、技术升级和前沿技术研发等科技创新领域，旨在增强公司技术实力，提高公司的核心竞争力，保持和扩大技术、服务的领先优势，为公司提升持续经营能力提供切实保障，体现了公司经营战略的发展方向，是公司未来业务发展目标的重要组成部分，有利于公司的长远发展并对经营业绩起到较大的促进作用。

表：公司募集资金使用投向

序号	募集资金使用项目	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	云和大数据安全防护与管理运营中心建设项目	84925.75	84925.75
2	物联网安全防护与管理 系统项目	58423.67	58423.67
3	工业互联网安全服务中心建设项目	69548.73	69548.73
4	安全服务化建设项目	95323.24	95323.24
5	基于“零信任”的动态可信访问控制平台建设项目	31441.32	31441.32
6	网络空间测绘与安全态势感知平台建设项目	67976.39	67976.39
7	补充流动资金	42360.91	42360.91
	合计	450000.01	450000.01

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3

多款产品市场领先，多项技术取得突破

公司核心产品在国内网络安全细分市场均处领先地位

公司核心产品在国内网络安全细分市场均处领先地位。公司是大型网络安全公司，目前员工人数已超过7,000人。公司的客户范围覆盖大多数中央政府部门、中央直属企业和银行，公司是奥运会网络安全服务与杀毒软件官方赞助商，将为北京冬奥会和冬残奥会提供系统的网络安全保障。在产品市场方面，公司核心产品均具备领先技术，在国内市场份额排名靠前。

表：公司核心产品国内市场份额排名

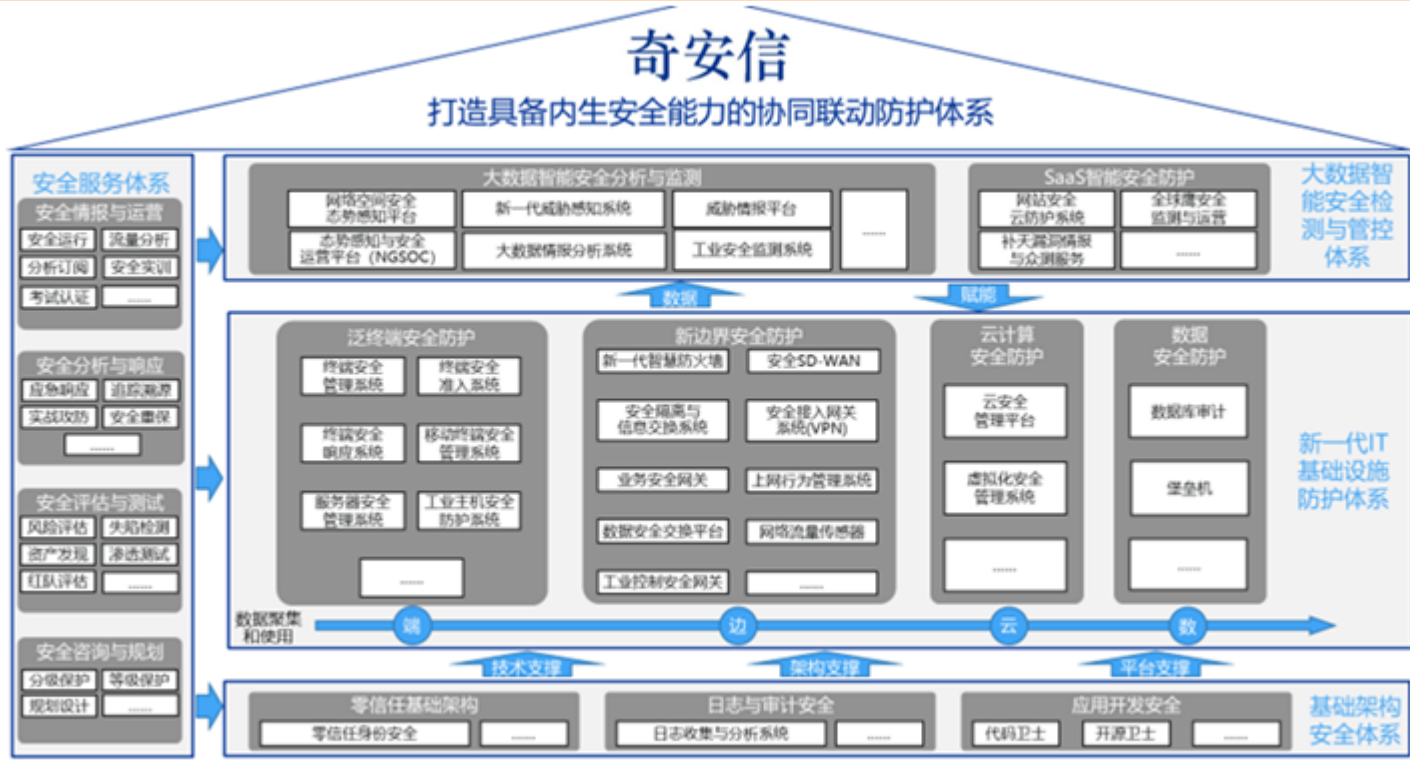
年份	项目	排名	来源
2018 年	终端安全市场份额	1	赛迪咨询
	安全管理平台市场份额	1	赛迪咨询
	安全服务市场份额	1	赛迪咨询
	云安全市场份额	1	赛迪咨询
	Web 安全市场份额	2	赛迪咨询
	UTM 市场份额	2	赛迪咨询
	终端安全软件市场份额	1	IDC
	安全内容管理硬件市场份额	2	IDC
2017 年	终端安全市场份额	2	赛迪咨询
	安全管理市场份额	2	赛迪咨询
	安全服务市场份额	2	赛迪咨询
	Web 安全市场份额	2	赛迪咨询
	UTM 市场份额	2	赛迪咨询
	终端安全市场份额	2	IDC
	安全内容管理市场份额	2	IDC

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司在终端安全技术领域提供整套的一体化终端安全解决方案

公司在终端安全技术领域提供整套的一体化终端安全解决方案。终端安全技术领域，是以往政企网络安全的薄弱环节，传统安全公司的解决方案多以网络隔离、网络拦截为主要手段，缺少防御纵深。在APT等新型攻击的场景下，终端是攻击的起点和终点、是安全对抗的真相之源和控制之本。公司通过提供一体化终端安全解决方案，包括单一的病毒查杀能力、安全合规控制能力、持续改进的纵深防御能力、人机结合的积极防御能力和整合威胁情报的协同防御能力，来提供完整的终端安全。

图：一体化终端安全解决方案提供完整防御能力^[4]



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所^[4]

公司在安全引擎技术领域提出普适性极强的第三代安全引擎

第三代安全引擎技术领域，公司研发的“天狗”颠覆了查漏洞、打补丁的传统安全防护思路。即使不打补丁，也能有效抵御攻击；该引擎基于内存指令层的漏洞攻击检测技术，融合了机器学习等人工智能技术，脱离了对具体漏洞、文件特征、行为特征的依赖，即使在隔离网的情况下，也不影响效果；该引擎具有普适性，适用各种操作系统，不仅能防病毒，也能防后门。

表：天狗引擎的优点

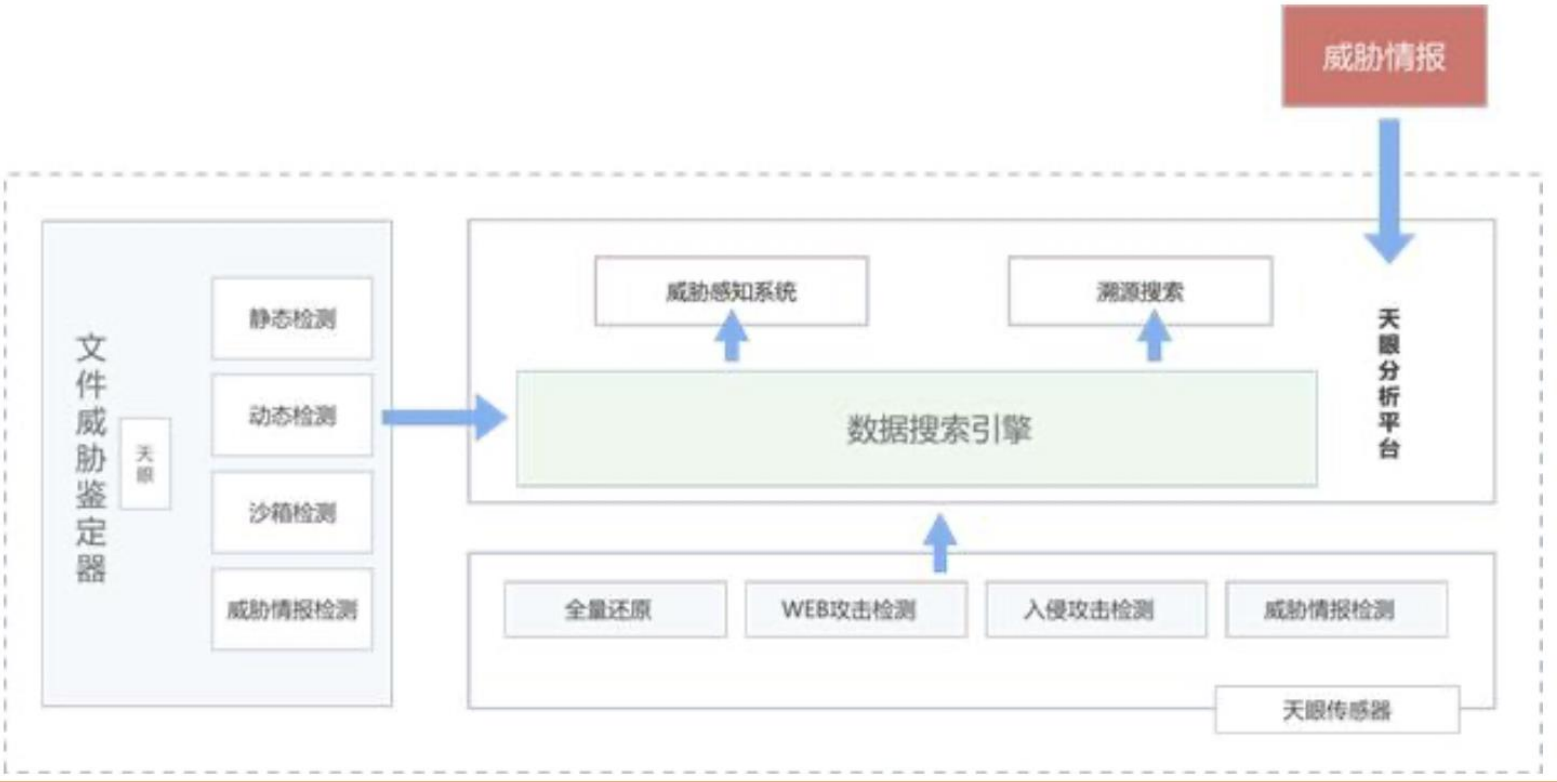
创新点	技术详情
第三代查行为技术	安全引擎经历了第一代查黑（关注黑名单）、第二代查白（守住白名单），发展到第三代查行为技术。该引擎基于内存指令层的漏洞攻击检测技术，融合了机器学习等 AI 技术，脱离了对具体漏洞特征、文件特征、行为特征的依赖，即使在断网情况下，也不影响效果。这点特别适合于政企客户，加上目前政企客户内部特定应用较多，更强调通过持续运营的方式与政企 IT 系统的不断发展相匹配
不依赖于特定操作系统	“天狗”引擎并不依赖于特定操作系统，而是采用指令级别的监测，这种方法同样适用于其他操作系统。目前市面上的加固工具高度依赖操作系统本身的能力，奇安信方面认为，在操作系统上实行创可贴式的加固，没有脱离操作系统的本身的安全能力。
防后门	“天狗”引擎的机制可以防后门。“天狗”引擎的安全机制可以防护应用层的攻击，针对各类软硬件供应商自身存在的后门问题也可以发现和防御，解决供应链安全的问题。

资料来源：雷锋网、天风证券研究所

公司在大数据安全分析领域实用性极强，客户黏性较大

大数据安全分析技术领域，公司研发的“天眼”产品通过蜜罐诱捕技术、全流量采集与解析技术、沙箱模拟技术，再运用上下文语义分析、人工智能分析、可视化分析等多种技术对未知威胁进行检测和溯源。在实网攻防演习中，使用“天眼”产品的防护单位成绩名列前茅，为公司赢得客户信赖奠定坚实基础。在实网攻防演习中，使用公司“天眼”产品的防护单位成绩名列前茅，为公司赢得客户信赖奠定坚实基础。

图：新一代威胁感知与相应系统（天眼）产品架构图



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司的漏洞挖掘技术已成为各大机构的重要保障力量

漏洞挖掘技术领域，公司建立的“补天漏洞平台”是2017至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。公司曾发现Windows、MacOS、iOS、Android等操作系统和Adobe、Oracle、Chrome、IE、Safari等应用的重要漏洞，获得微软、苹果、谷歌、华为、Adobe等知名公司的认可。

表：补天 SRC 服务优势

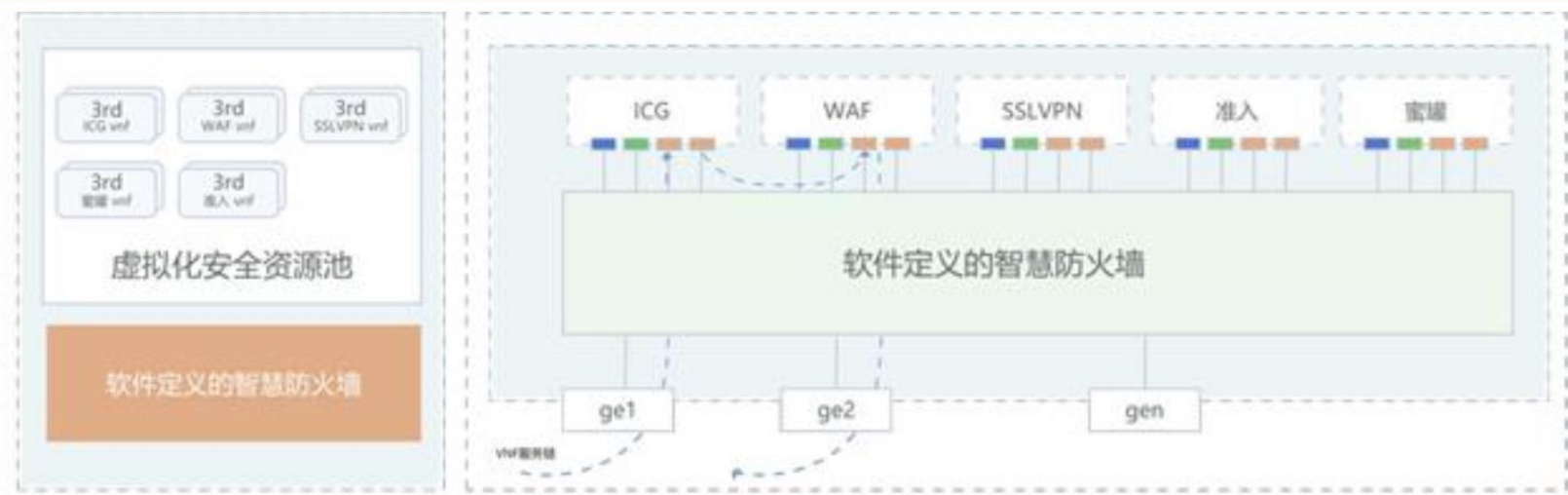
服务优势	技术详情
检测范围更全面	补天平台整合数万名白帽子资源，拥有全国非常专业的安全专家。补天白帽专家手工对企业相关所有系统或网站进行漏洞收集和预警，让企业在安全漏洞相应和安全建设上夺得先机，大大增强安全防御能力。补天平台基于业务管理和安全风险并重的原则，积极引导补天白帽专家对企业互联网业务系统进行全方位、多角度的漏洞发现。
人工审核更专业	客户除了享受最优质的白帽子资源，补天平台还对 SRC 客户提供项目管理、漏洞审核、奖金代发、个税申报等服务。每个 SRC 服务项目均配备专职的项目经理负责，补天安全技术专家提供实时的漏洞审核和响应。补天将严格按照漏洞定级标准判定漏洞有效性、类型和等级，保证漏洞结果真实可信，为企业二次处理节约时间和精力。
运营支撑更有效	补天平台拥有普通 SRC 平台六倍人力的运营团队与六年平台运营经验，线上线下运营活动丰富结合，为企业专属 SRC 平台的宣传推广起到有效支撑。企业也可以在补天平台通过平台信息流、邮件和短信等形式就是获知漏洞信息，协助企业及时响应和处置。通过对接补天漏洞数据 API 接口，还可以实现漏洞实时同步到企业内部工单系统或工作流系统，并一键流转至相应部门进行快速处置和响应。
平台管理更灵活	独立 Portal 门户让企业可以管理更自由，就像运营自己的网站一样。企业可以在企业独立门户发布漏洞奖励计划，设置参与测试的白帽子可见范围，发布漏洞奖励标准，还可以查看白帽子提交漏洞的贡献排行榜等。为了让企业 SRC 专属平台能够为大众所熟知好记，补天平台还专门为企业门户准备了独立的域名。

资料来源：奇安信官网、天风证券研究所

公司在软件定义安全技术领域做出重大创新，已有多款应用

软件定义安全技术领域，公司研发的“鲲鹏”平台，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。软件定义的智慧防火墙除了具备智慧防火墙的全部功能，还能以虚拟化的方式集成其他的安全能力（包括上网行为管理、网络准入、SSLVPN、WAF等），方便用户敏捷方便地部署各种安全能力。

图：新一代智慧防火墙产品架构图



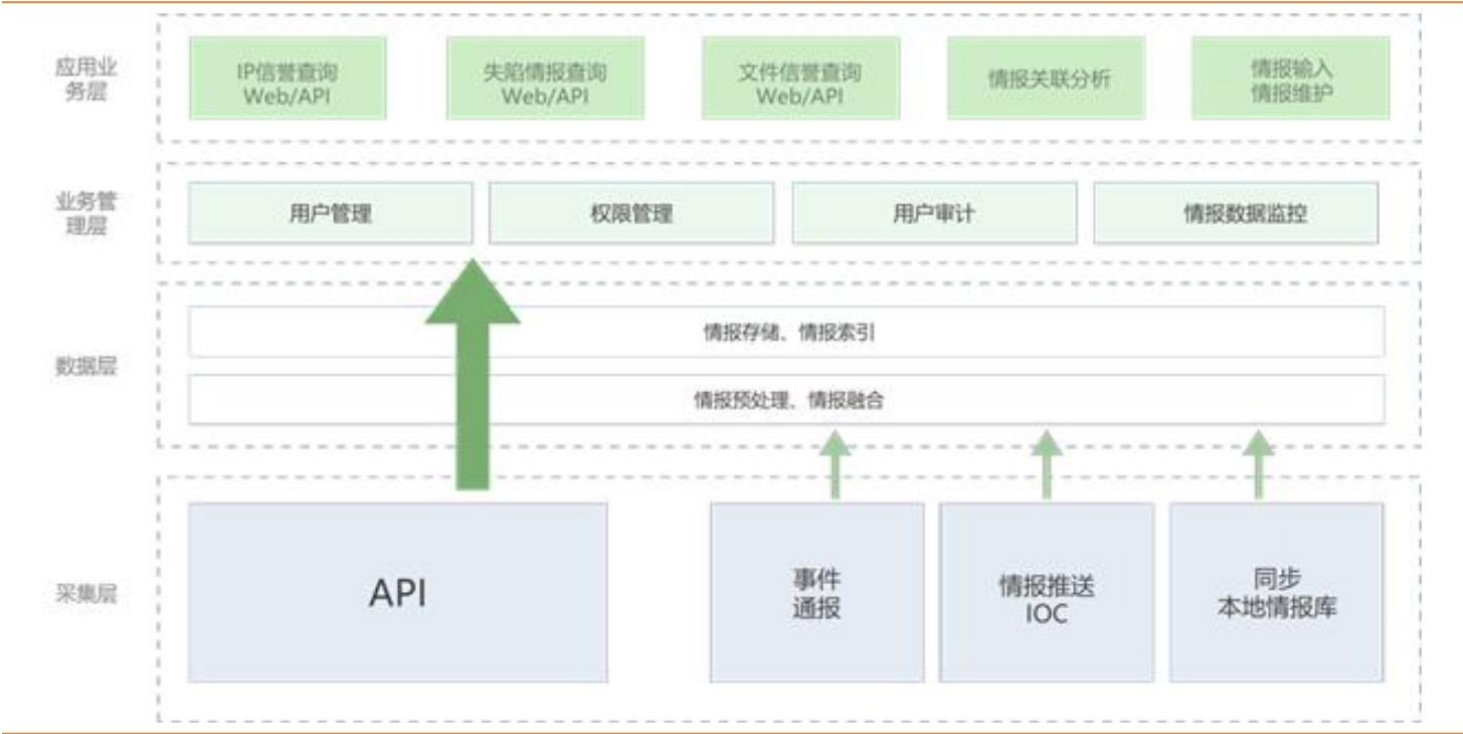
- 1. 拥有智慧防火墙全部功能和安全能力
- 2. 虚拟化多业务融合能力、第三方安全集成能力和软件定义服务链能力

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司目前已建立起国内领先的商用网络安全威胁情报中心

威胁情报技术领域，公司拥有IP、DNS、URL、文件黑白名单四大信誉数据库，还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，同时支持多种智能分析研判。公司在云端拥有海量的样本库、安全日志、DNS解析记录和漏洞数据，在本地拥有企业全量数据的采集能力，结合机器学习和安全研究双引擎驱动，公司能够快速生产高质量的威胁情报，并实时下发到安全设备中去。其中公司所建立的威胁情报平台是一款以云端大数据为基础，为企业开展安全分析提供机读情报的安全产品。该平台提供威胁研判、文件深度分析、关联跟踪、案件管理等功能。

图：威胁情报平台产品架构图



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

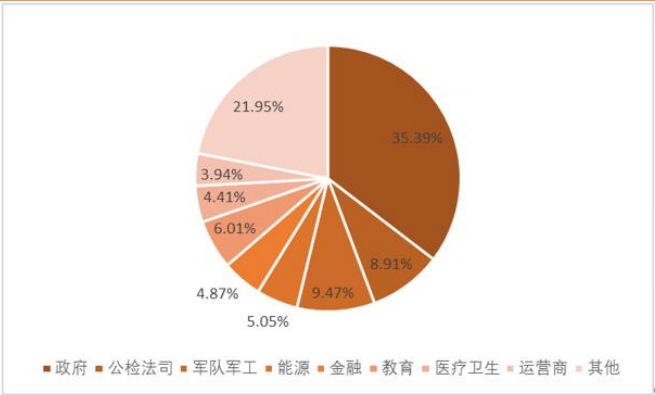
4

党政军客户优势明显，但存在一定的账期压力

政军领域优势明显，树立良好口碑与影响力

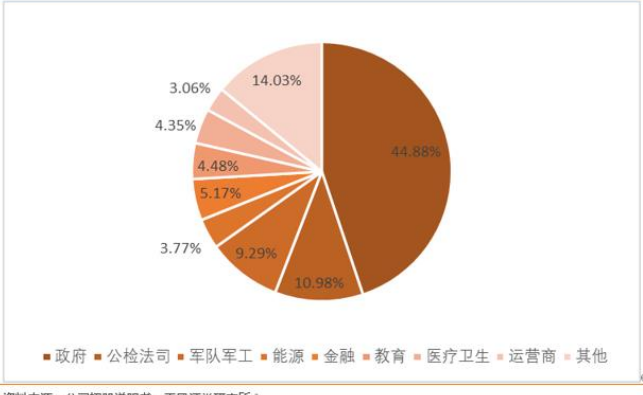
政军领域优势明显，树立良好口碑与影响力。公司主营业务收入按用户行业归集主要集中在政府、公检法司、军队军工、能源、金融、教育机构、医疗卫生、电信运营商等行业单位，来自政府、公检法司及军队军工部门的收入占主营业务收入的比重平均超过50%，为发行人第一大收入来源。发行人通过以往提供的优质产品及服务，在政府部门中树立了良好的口碑和品牌影响力，使得来自政府、公检法司、军队军工的收入每年稳步增长，17-19年内来自政府、公检法司及军队军工部门收入的年均复合增长率为94.77%。

图：2017 年公司客户类型占比¹



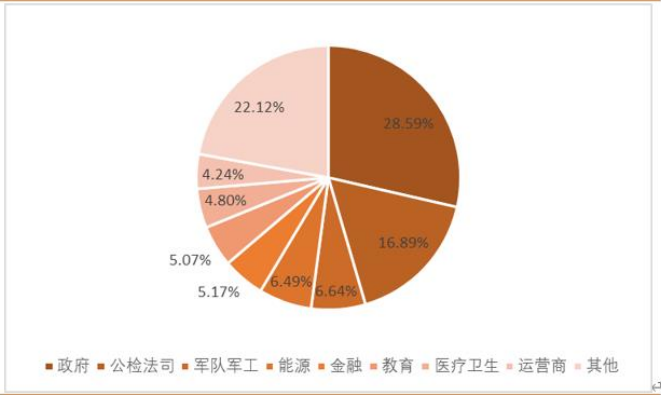
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所¹

图：2018 年公司客户类型占比¹



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所¹

图：2019 年公司客户类型占比¹

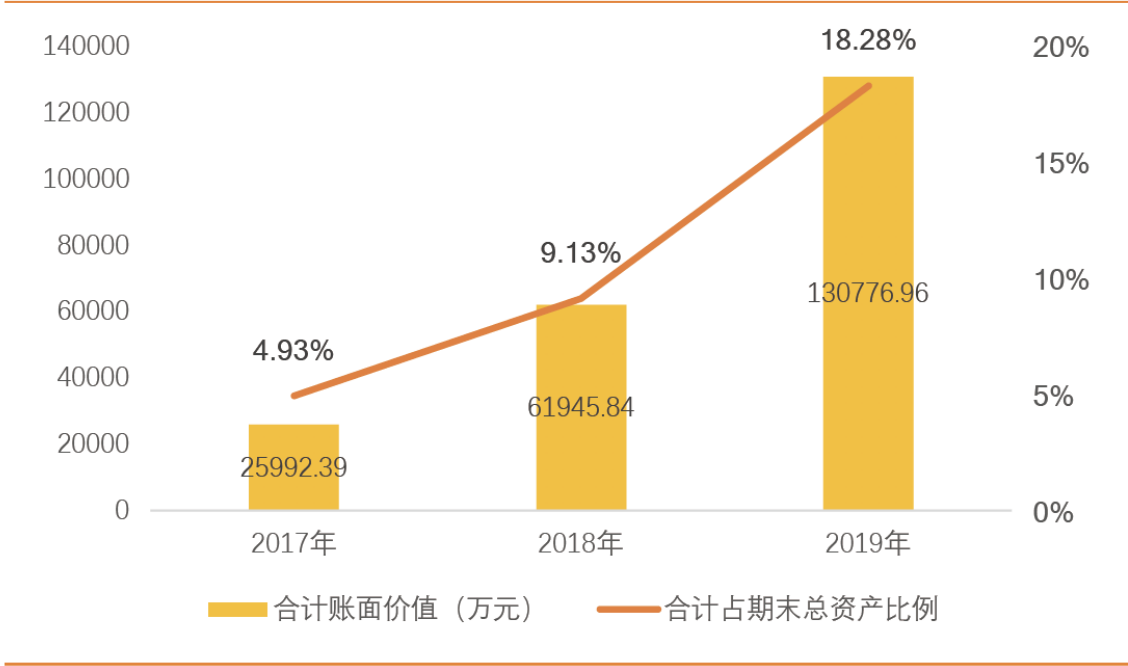


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所¹

公司客户付款审批流程长，应收账款及应收票据余额较大

公司客户付款审批流程长，应收账款及应收票据余额较大。因为公司终端客户主要来自于政府、公检法司、能源、金融、教育、医疗卫生、军队军工、运营商等领域，受主要终端客户预算管理和集中采购制度等因素影响，2017年、2018年及2019年，公司四季度收入占全年主营业务收入的比例分别为52.04%、60.92%和54.51%，收入主要集中于四季度，存在较为明显的季节性特征。随着公司营业收入持续快速增长，收入季节性特征及客户付款审批流程较长、部分付款进度滞后于合同约定等因素使得17-19年各期末公司应收账款及应收票据余额较大，2017年末、2018年末及2019年末，公司应收账款及应收票据账面价值合计分别为25,992.39万元、61,945.84万元和130,776.96万元，合计占各期末总资产的比例分别为4.93%、9.13%和18.28%。

图：应收账款及应收票据近三年账面价值及所占比例



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

5

风险提示

风险提示

- 1、技术创新、新产品开发风险：**行业发展趋势的不确定性，可能会导致公司在新技术的研发方向、重要产品的方案制定等方面不能及时做出准确决策，从而使公司新产品将无法满足未来的行业需求，存在开发失败的风险。
- 2、核心技术泄密及核心技术人员流失风险：**在市场竞争中，一旦出现掌握核心技术的人员流失、核心技术信息失密、专利管理疏漏，导致核心技术泄密，公司技术创新、新产品开发、生产经营将受到不利影响。
- 3、市场竞争加剧风险：**随着网络安全行业的快速发展，未来不排除会有更多的企业参与市场竞争，公司与其他厂商的竞争可能进一步加剧。
- 4、产品和服务不能获得相关认证的风险：**如果未来国家相关认证的政策、标准等发生重大变化，且公司未及时调整以适应相关政策、标准的要求，公司存在业务资质许可及产品、服务认证不能获得相关认证的风险。同时，若公司未来拓展的新业务需通过新的资质认定，且公司相关业务资质许可及产品、服务认证未能通过相关认证，将对公司开拓新市场造成不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS