

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

奇安信-U (688561)

买入

软件与服务

重大事件快评

(维持评级)

2021年01月05日

与腾讯安全战略合作，数字政府领域有望率先共鸣

证券分析师：熊莉

xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002

证券分析师：库宏彦

021-60875168

kuhongyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520010001

事项：

奇安信集团宣布，奇安信与腾讯云计算（北京）有限责任公司签署协议，双方达成战略合作伙伴关系，约定在信息安全市场中紧密合作，充分融合双方的优势资源、能力、技术，共同打造行业领先的安全解决方案，为产业互联网发展筑牢安全底座。

国信计算机观点：

- 1) 强强联合，腾讯安全实力不俗。**奇安信是专业网络安全龙头厂商，软硬件产品布局全面，多项产品位居行业前三，公司以政企类客户为主。腾讯依托 20 多年业务安全运营及黑灰产对抗经验，同时对如知道创宇等云安全厂商的投资，不断组建强大的安全专家团队，腾讯积累了不俗的安全能力。目前，腾讯安全已经取得了 1500 多项云安全技术专利，位列行业第一；先后获得了 Gartner、Forrester、IDC、Sullivan 等国际权威机构的推荐。腾讯安全还建立了多个安全实验室和工作组，拥有 3500 人专业安全团队，为 18 大行业的客户提供安全保障。双方在安全领域均具备深厚的技术积累，腾讯安全更多以云上业务为基础，奇安信更多是本地的解决方案，强强联合具备较好的互补性。
- 2) 安全行业大有可为，双方在数字政府领域有望共鸣。**根据双方协议，腾讯安全与奇安信将聚焦安全技术创新和产品的研发，同时，双方将共同针对政企、金融、医疗、教育、交通、能源及其他信息安全需求高增长行业，提升安全服务效率和质量。安全行业专业而庞杂，没有任何一家厂商具备所有的安全能力，因此来自不同领域的安全厂商具备广泛的合作空间。2020 年 9 月，腾讯发布 WeCity 未来城市 2.0，阐述智慧城市建设的思路，尤其是以新连接、新计算、新交互、新安全为基石的“新基建”数字底座。随后 11 月，腾讯重磅发布“政务安全大脑”，有助于数字政府建立新一代安全大脑智能化体系，为政务上云保驾护航。而奇安信在政府领域具备广泛的客户优势，以及完整的解决方案。双方在数字政府领域有望资源共享，在项目建设、安全运营、情报合作等多个领域共同帮助政府数字化安全转型。
- 3) 全行业股权激励，Solarwinds 事件催化行业持续高增长。**根据 IDC 指引，2021 年国内信息安全行业增速有望重回 20% 以上。而从三季度开始，全行业多数公司密集实施股权激励，包括奇安信、深信服、安恒信息、启明星辰、天融信、安博通、山石网科。全行业的一致行动，也验证了对于 2021 年高增长的信心。另一方面，美国信息安全建设水平远高于国内，近期 Solarwinds 攻击事件依然给美国造成了极恶劣的影响，美国对安全建设的投入的持续增加，也会倒逼全球增加信息安全预算。根据 11 月底，工信部副部长在中国网络安全产业高峰论坛上的讲话，提出希望增加网络安全占信息系统建设投入的比重，至少突破 5%。奇安信在新兴领域研发投入最多，且受益于政府领域安全建设的加大，有望保持快速增长。

看好奇安信与腾讯携手扩张安全市场，安全行业重回高增长，维持“买入”评级。预测 2020-2022 年收入为 44.59/62.68/86.82 亿元，营收增速分别为 41%/41%/39%，归母净利润为 -1.19/1.40/5.49 亿元，摊薄 EPS=-0.18/0.21/0.81 元。维持“买入”评级。

评论:

■ 奇安信与腾讯安全合作可期，政府领域有望成为第一个亮点

腾讯安全呈现高增长态势。根据腾讯 2020Q3 财报，腾讯企业级安全业务收入同比增加 133%，基础架构安全产品收入同比增长 178%，风控安全产品市场占有率第一。产品线来看，腾讯 SOC 产品增速迅猛同比增长 609%，零信任安全产品同比增长 64%，云原生安全产品客户规模过万。行业线来看，腾讯金融行业收入同比增长 98%，电商行业收入同比增长 96%，数字政府领域收入同比增长 134%。

奇安信在政企领域发展迅速，数字政府安全建设大有可为。奇安信在大政府行业占比较高，随着腾讯智慧城市、政务安全大脑的推出，“新基建”下安全建设成为重中之重。奇安信一直强调“内生安全”，将信息安全融入信息化建设本身，而非事后在打“补丁”。目前，我国安全占 IT 投入比仅为 2-3%水平，根据最新工信部副部长的呼吁，未来这个比例会进一步提升。而在数字政府建设中，新安全深度融合有望成为最大的扩容市场。腾讯和奇安信有望现在数字政府领域深度合作，进一步扩展到行业级市场。

图 1: 腾讯 WeCity 2.0 技术架构



资料来源:《WeCity 未来城市 2.0 白皮书》，国信证券经济研究所整理

■ 全行业股权激励，奇安信有望持续高增长

全行业积极股权激励，看好奇安信高速增长。信息安全行业人才稀缺性大，各个厂商均有加大对核心技术人才的激励。从考核目标上看，均没有设置过高的目标。从激励时间来看，全行业均集中在三季度开始，一定程度上也认为上半年是行业发展低点，下半年开始行业进入全面回暖。在众多安全厂商中，安博通作为厂商的厂商，扮演了行业上游的角色，其 2021 年收入目标在 2020 年目标基础上增长了 40%，也表明了行业对明年产业回暖的信心。奇安信凭借超前的研发投入、激进的市场打法、广泛的商业合作，有望持续高于行业增速。

表 1: 安全行业股权激励

公司	时间	业绩考核
奇安信	2020 年 10 月 30 日	以 19 年营收为基数，20-23 年收入增长率不低于 25%/55%/90%/135%
深信服	2020 年 7 月 7 日	以 2019 年营业收入为基数，20-22 年营收增速不低于 5%/10%/15%
安恒信息	2020 年 8 月 26 日	以 2019 年营业收入为基数，20-23 年营收增长率不低 25%/50%/75%/100%
启明星辰	2020 年 9 月 23 日	以 2019 年营业收入为基数，20-22 年营业收入增长率不低于 5%/10%/15%
天融信	2020 年 9 月 9 日	以 2019 年营业收入为基数，20-22 年营业收入增长率不低于 10%/20%/30%；或者 20-22 年净利润不低于 6.5/7.5/8.5 亿元(二选一)
安博通	2020 年 10 月 31 日	20-22 年营业收入不低于 2.5/3.5/4.5 亿元
山石网科	2020 年 12 月 4 日	以 2020 年营收为基数，21-24 年营收增长率不低于 25%/50%/75%/100%

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

疫情影响持续，全社会 IT 及安全开支缩减。

新业务拓展不及预期。

全行业竞争加剧，各厂商陷入同质化价格战导致毛利率下降。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1258	1500	1500	1500
应收款项	1674	2367	3327	4609
存货净额	749	929	1202	1590
其他流动资产	307	435	611	846
流动资产合计	3989	5231	6640	8545
固定资产	1190	1059	1099	1142
无形资产及其他	66	64	62	61
投资性房地产	1518	1518	1518	1518
长期股权投资	392	329	267	205
资产总计	7155	8202	9587	11470
短期借款及交易性金融负债	0	132	568	664
应付款项	862	978	1139	1506
其他流动负债	1106	1874	2462	3223
流动负债合计	1968	2984	4169	5393
长期借款及应付债券	0	129	134	139
其他长期负债	146	183	220	257
长期负债合计	146	312	354	396
负债合计	2114	3296	4523	5790
少数股东权益	18	4	21	88
股东权益	5022	4903	5043	5592
负债和股东权益总计	7155	8202	9587	11470

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	-0.73	-0.18	0.21	0.81
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	7.39	7.21	7.42	8.23
ROIC	5%	-11%	-5%	2%
ROE	-10%	-2%	3%	10%
毛利率	57%	60%	63%	65%
EBIT Margin	5%	-11%	-5%	1%
EBITDA Margin	8%	-10%	-3%	3%
收入增长	74%	41%	41%	39%
净利润增长率	-43%	--	-217%	292%
资产负债率	30%	40%	47%	51%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	-182.9	-757.5	645.5	164.7
P/B	18.0	18.5	17.9	16.2
EV/EBITDA	358.8	-209.8	-532.2	393.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3154	4459	6268	8682
营业成本	1365	1792	2339	3072
营业税金及附加	33	54	75	104
销售费用	1118	1472	2006	2605
管理费用	470	1653	2134	2781
财务费用	22	(36)	(23)	(11)
投资收益	196	50	50	50
资产减值及公允价值变动	3	(10)	(10)	(10)
其他收入	(881)	300	380	450
营业利润	(536)	(135)	158	622
营业外净收支	(3)	1	1	1
利润总额	(539)	(134)	159	623
所得税费用	14	0	2	6
少数股东损益	(58)	(14)	17	67
归属于母公司净利润	(495)	(119)	140	549

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(495)	(119)	140	549
资产减值准备	(128)	260	46	26
折旧摊销	90	63	107	124
公允价值变动损失	(3)	10	10	10
财务费用	22	(36)	(23)	(11)
营运资本变动	(1095)	181	(577)	(713)
其它	69	(275)	(29)	41
经营活动现金流	(1562)	120	(303)	37
资本开支	(176)	(201)	(201)	(201)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(114)	(139)	(139)	(139)
权益性融资	1506	0	0	0
负债净变化	0	129	5	5
支付股利、利息	(2)	(1)	0	0
其它融资现金流	(214)	132	436	96
融资活动现金流	1288	260	441	101
现金净变动	(388)	242	0	0
货币资金的期初余额	1646	1258	1500	1500
货币资金的期末余额	1258	1500	1500	1500
企业自由现金流	(1009)	(467)	(954)	(671)
权益自由现金流	(1222)	(171)	(489)	(559)

相关研究报告

《奇安信-U-688561-2020 年三季度报点评：三季度营收高增长，股权激励开启长期价值成长》 ——2020-10-31

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032