

经营质量显著提升，新赛道产品高增长

买入|维持

——奇安信-U(688561.SH)2020年年度报告点评

事件：

公司于2021年4月14日晚发布《2020年年度报告》。

点评：

● 营业总收入保持高增长，归母净利润亏损收窄

2020年，公司实现营业总收入41.61亿元，同比增长31.93%，保持高速增长的主要原因：公司新赛道产品和服务的市场竞争力进一步提升；尽管受到疫情影响，但政府和企业客户对实战化安全能力及体系化安全建设的需求愈发旺盛。公司全年实现归母净利润-3.34亿元，亏损同比减少32.44%，未来有望持续收窄并逐步实现盈利。从现金流情况来看，公司经营活动产生的现金流量净额为-6.89亿元，同比增长38.19%，经营质量显著改善。

● 三大费用率下降，“高质量发展”战略初见成效

公司开始实施“高质量发展”战略并初见成效，一方面，低毛利率的硬件及其他的营收占主营业务收入比例明显下降，由2019年的21.83%降至2020年的16.51%；毛利率由2019年度的56.72%提升至59.57%，提升近3个百分点。另一方面，公司进一步加强费用管控、提升经营效率，在持续加大研发投入的同时，销售费用及管理费用营收占比较去年同期有所下降。2020年，公司研发费用为12.28亿元，占营业收入的比例为29.51%，同时，销售及管理费用营收占比较去年同期分别下降3.73和2.24个百分点，人均创收同比提升16.68%。

● 新赛道产品优势凸显，收入占比不断提升

2020年，公司新赛道产品增长率超过60%，占主营产品收入比例接近6成。大数据智能安全检测与管控品类收入同比增长超过50%，其中，态势感知与安全运营平台、APT检测与响应，合计收入同比增长率超过50%；SaaS智能安全防护与威胁情报（订阅式）平台产品整体收入同比增长率超过50%；创新孵化产品SOAR（安全自动化编排响应），已通过客户现场POC阶段，逐步进入市场收获期。以零信任安全、应用开发安全、安全取证为主的IT架构安全防护产品整体实现营收超过3亿元，整体增长率在翻倍以上，其中，零信任安全产品收入同比增长300%以上。另外，云与服务器安全业务收入同比增长超过65%，大数据安全与隐私保护收入同比增长超过60%。

● 投资建议与盈利预测

网络安全行业处于高景气周期，公司选择了高研发投入的发展模式，积极布局新赛道，成长空间广阔。预测公司2021-2023年营业收入为60.08、82.80、110.37亿元，归母净利润为-0.66、2.51、6.58亿元，EPS为-0.10、0.37、0.97元/股。公司目前处于亏损状态，采用PS估值法较为合适。不考虑低毛利率业务（硬件及其他）的价值，预测公司2021年高毛利率业务收入为53.45亿元，上市以来，公司PS主要运行在15-27倍之间，考虑到近期科技股估值调整明显，下调公司高毛利率业务2021年的目标PS至18倍，对应目标市值为962.10亿元，目标价为141.56元。维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；网络安全相关政策推进不及预期；新赛道产品研发及市场拓展不及预期；与腾讯安全、阿里云等合作不及预期；商誉减值。

当前价/目标价：89.41元/141.56元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：139.0 / 87.15

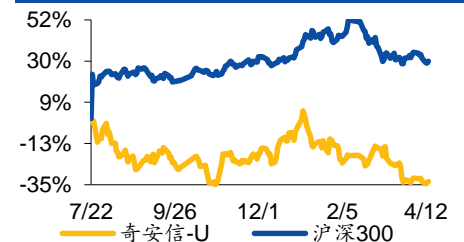
A股流通股（百万股）：73.16

A股总股本（百万股）：679.62

流通市值（百万元）：6541.66

总市值（百万元）：60764.47

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-奇安信-U(688561.SH)事件点评：与阿里云战略合作，布局云安全新赛道》2021.03.07

《国元证券公司研究-奇安信-U(688561.SH)2020年度业绩快报点评：毛利率显著提升，产品竞争力凸显》2021.02.26

《国元证券公司研究-奇安信-U(688561.SH)事件点评：市场份额进一步扩大，新赛道产品增速突出》2021.01.26

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

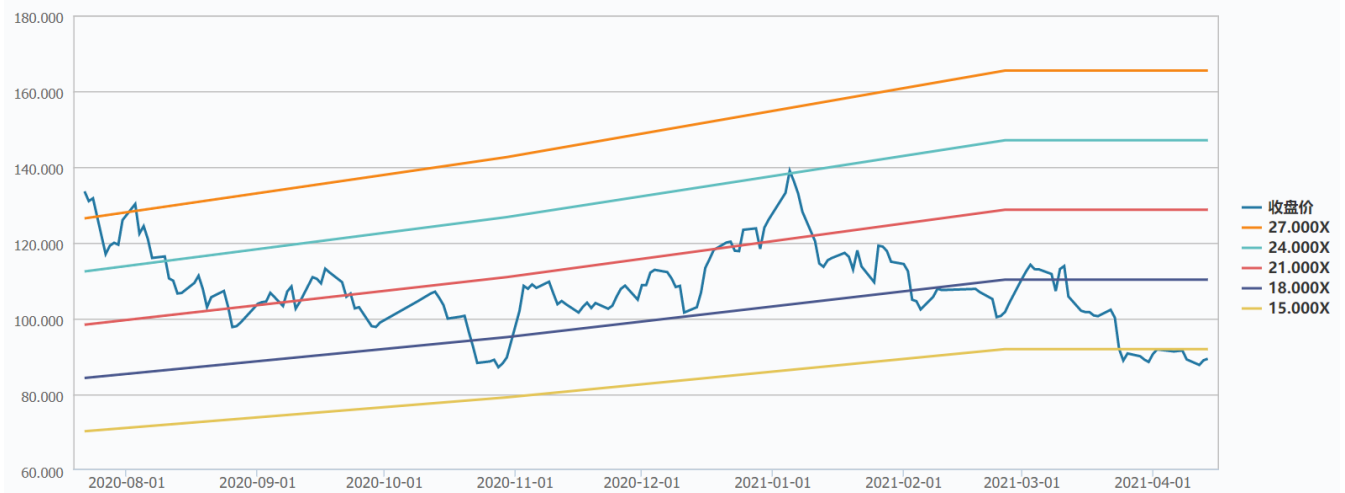
邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3154.13	4161.17	6008.22	8279.58	11036.65
收入同比(%)	73.61	31.93	44.39	37.80	33.30
归母净利润(百万元)	-494.94	-334.37	-65.63	250.66	658.32
归母净利润同比(%)	43.22	32.44	80.37	481.91	162.63
ROE(%)	-9.85	-3.34	-0.66	2.46	6.07
每股收益(元)	-0.73	-0.49	-0.10	0.37	0.97
市盈率(P/E)	-122.77	-181.73	-925.81	242.41	92.30

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：奇安信-U 上市以来 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3988.82	8663.72	8864.97	9529.80	10759.14
现金	1257.95	5273.80	4260.18	3450.31	2896.43
应收账款	1297.30	1859.34	2665.85	3660.40	4869.37
其他应收款	366.60	365.99	536.53	742.68	995.51
预付账款	42.98	23.00	29.13	36.84	45.90
存货	749.16	605.47	791.05	997.65	1263.76
其他流动资产	274.83	536.13	582.22	641.92	688.18
非流动资产	3166.04	3760.60	3864.98	3918.25	3919.41
长期投资	391.74	639.53	684.37	712.36	738.65
固定资产	195.24	1281.37	1370.91	1422.15	1427.13
无形资产	65.54	80.79	76.67	72.53	68.34
其他非流动资产	2513.52	1758.91	1733.03	1711.21	1685.29
资产总计	7154.86	12424.32	12729.95	13448.05	14678.56
流动负债	1968.28	2231.82	2602.79	3057.54	3609.91
短期借款	0.00	13.53	0.00	0.00	0.00
应付账款	861.67	1053.81	1352.56	1733.95	2201.10
其他流动负债	1106.61	1164.48	1250.23	1323.59	1408.81
非流动负债	145.97	170.26	176.12	186.12	195.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	145.97	170.26	176.12	186.12	195.39
负债合计	2114.24	2402.07	2778.91	3243.66	3805.30
少数股东权益	18.12	14.58	13.32	18.16	30.99
股本	577.67	679.62	679.62	679.62	679.62
资本公积	6609.16	11794.91	11794.91	11794.91	11794.91
留存收益	-2164.44	-2498.80	-2564.44	-2313.77	-1655.45
归属母公司股东权益	5022.49	10007.67	9937.71	10186.23	10842.26
负债和股东权益	7154.86	12424.32	12729.95	13448.05	14678.56

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-1113.93	-688.56	-784.10	-578.31	-310.93
净利润	-552.97	-340.74	-66.89	255.50	671.16
折旧摊销	140.15	196.95	333.79	399.41	468.01
财务费用	22.18	-21.58	-47.40	-38.55	-31.73
投资损失	-195.80	-181.96	-186.59	-193.27	-205.63
营运资金变动	-609.06	-484.70	-764.48	-938.07	-1183.45
其他经营现金流	81.57	143.46	-52.53	-63.32	-29.28
投资活动现金流	-219.34	-622.56	-259.07	-267.97	-272.39
资本支出	283.01	298.14	342.18	365.42	384.37
长期投资	13.45	327.49	63.28	49.99	41.93
其他投资现金流	77.12	3.06	146.39	147.44	153.91
筹资活动现金流	927.23	5325.43	29.55	36.40	29.44
短期借款	0.00	13.53	-13.53	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	428.23	101.94	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	791.93	5185.75	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-292.93	24.21	43.08	36.40	29.44
现金净增加额	-406.04	4014.31	-1013.62	-809.87	-553.87

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3154.13	4161.17	6008.22	8279.58	11036.65
营业成本	1364.98	1682.27	2207.18	2856.13	3643.00
营业税金及附加	32.84	38.80	55.88	77.00	102.64
营业费用	1118.05	1320.08	1898.00	2571.64	3400.39
管理费用	469.73	526.18	758.24	1037.43	1378.48
研发费用	1047.10	1228.09	1497.64	1814.37	2172.19
财务费用	22.18	-21.58	-47.40	-38.55	-31.73
资产减值损失	-3.36	-60.68	-39.87	-37.65	-35.42
公允价值变动收益	0.00	38.10	35.48	33.87	31.26
投资净收益	195.80	181.96	186.59	193.27	205.63
营业利润	-535.56	-326.29	-57.83	266.66	684.84
营业外收入	1.78	1.14	1.32	1.46	1.63
营业外支出	4.83	17.85	10.82	10.98	11.06
利润总额	-538.61	-343.01	-67.33	257.14	675.41
所得税	14.36	-2.27	-0.44	1.65	4.26
净利润	-552.97	-340.74	-66.89	255.50	671.16
少数股东损益	-58.02	-6.37	-1.26	4.83	12.83
归属母公司净利润	-494.94	-334.37	-65.63	250.66	658.32
EBITDA	-373.23	-150.91	228.56	627.52	1121.11
EPS (元)	-0.86	-0.49	-0.10	0.37	0.97

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	73.61	31.93	44.39	37.80	33.30
营业利润(%)	43.80	39.07	82.28	561.11	156.82
归属母公司净利润(%)	43.22	32.44	80.37	481.91	162.63
获利能力					
毛利率(%)	56.72	59.57	63.26	65.50	66.99
净利率(%)	-15.69	-8.04	-1.09	3.03	5.96
ROE(%)	-9.85	-3.34	-0.66	2.46	6.07
ROIC(%)	-15.60	-8.99	-2.25	4.05	9.64
偿债能力					
资产负债率(%)	29.55	19.33	21.83	24.12	25.92
净负债比率(%)	0.00	0.56	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.03	3.88	3.41	3.12	2.98
速动比率	1.64	3.61	3.10	2.79	2.63
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.43	0.48	0.63	0.78
应收账款周转率	3.43	2.64	2.66	2.62	2.59
应付账款周转率	1.94	1.76	1.83	1.85	1.85
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.73	-0.49	-0.10	0.37	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.64	-1.01	-1.15	-0.85	-0.46
每股净资产(最新摊薄)	7.39	14.73	14.62	14.99	15.95
估值比率					
P/E	-122.77	-181.73	-925.81	242.41	92.30
P/B	12.10	6.07	6.11	5.97	5.60
EV/EBITDA	-145.72	-360.39	237.96	86.67	48.51

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188