

# 营收翻倍，结构优化提振毛利率

## 奇安信-U(688561)

评级:	买入	股票代码:	688561
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	142.66/84.52
目标价格:		总市值(亿)	607.64
最新收盘价:	89.41	自由流通市值(亿)	65.42
		自由流通股数(百万)	73.16

### 事件概述

2021年4月28日晚间，公司发布一季度业绩公告称，2021年一季度营收4.6亿元，同比增长102.1%；净亏损约5.4亿元，业绩符合预期。

### 分析判断：

#### ► 毛利率提升彰显产品结构优化，继续践行“高质量发展”逻辑

收入端来看，公司Q1营收同比增长102.1%，在2020Q1低基数基础上实现强劲反弹。更重要的是，收入高增的同时公司的毛利率也显著改善。2021Q1公司毛利率达到63.8%，同比提升6.7个pct，“高质量发展”转型逻辑明确。结合2020年报来看，我们认为新兴安全红利对于各类软件产品的拉动至关重要，是导致公司Q1业务结构优化、毛利率提升的主要原因：

1) **IT架构安全防护产品**：2020全年逆市爆发，收入同比增长超过100%，其中零信任安全产品收入同比增长300%以上、日志与审计品类中的安全取证产品收入同比增长接近260%，两者在2021年的高增长依旧可期。

2) **IT设施防护产品**：细分来看，2020年“云、大、工”类安全产品持续高增，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%、工业互联网安全产品同比增长接近30%，展望未来3-5年“云、大、工”类安全都将是网安黄金赛道。

3) **大数据智能安全检测与管控产品**：2020年增速超过50%，其中态势感知与安全运营平台、APT检测与响应，合计收入同比增长超过50%、SaaS智能安全防护与威胁情报平台产品整体收入同比增长超过50%。

此外，从“硬件及其他”业务来看，2020年贡献占比降至16.5%（2019年为21.8%），判断这一趋势亦是提升Q1毛利率水平的重要原因。整体而言，公司从“高举高打”转向“高质量发展”的逻辑正在兑现，商业模式/路径依旧自洽。

#### ► 费用承压拖累利润端，高研发+高人员扩张战略成效渐显

利润端来看，公司在Q1亏损5.4亿元，主要原因是高研发投入+人员快速扩张的模式。研发方面来看，公司在Q1继续加大投入，主要投向为建设研发平台、布局“新赛道”产品、提升攻防竞争力、建立全国应急响应中心。事实上，2020年的高研发投入成效明显，“研发能力平台化”战略的助力下，人均创收已经提升至53.4万元（同比提升16.7%），升至行业中游水平。随着公司逐步打造8大研发平台，升级已有的“鲲鹏”、“诺亚”、“雷尔”、“锡安”四大研发平台，还发布了“川陀”、“大禹”、“玄机”、“千星”新四大平台，以八大网络安全研发平台为基础核心组件，再配合少量定制化特殊组件，快速研发出能够满足客户定制化需求的网络安全产品和解决方案，平台化研发及产品化能力极大提升。人员方面来看，安服业务在2021年仍处于快速扩张期，人员增长是必不可少的支撑。HW行动、重大事件安保等在已经过去的1-2年时间拉动了大量的安全服务需求，并大概率在未来至少3年周期内形成延续性趋势。就2021年而言，HW行动扩容（含下沉）、建党100周年重大安保、冬奥会安全演练等都将带来更大的安全服务需求，而人员扩张正是底层支撑，预计实战攻防、专家服务、安全教育都将在后续季度持续贡献增量。

#### ► 对标海外新兴安全龙头，引领国内安全厂商估值体系重构

海外来看，新兴安全产业红利已经充分释放，带来估值体系重构。以云安全为例，海外安全厂商普遍以

SaaS/订阅式的模式提供云计算安全服务，享有更高估值溢价，如：转型云安全的龙头 Palo Alto Networks（高速增长期 15-20 倍 PS）、云原生安全的细分领军 CrowdStrike（保持 50 倍以上 PS）。随着云安全等新兴安全需求爆发，公司有望利用自身云业务加深和客户的数据交互、增强粘性，形成新的护城河，同时其收费模式也将形成以 SaaS 和传统模式相结合的模式，并最终走向全面 SaaS 化，带动估值中枢的上移。参考对标公司 Palo Alto、CrowdStrike、Palantir 的发展路径及估值，认为公司的合理估值中枢约为 18 倍 PS。

### 投资建议：

维持盈利预测不变：2021-2023 年总收入为 59.7/83.5/117.3 亿元；2021-2023 年净利润为 1.1/4.8/11.7 亿元；对应 PS 分别为 11.9/8.5/6.0 倍，依旧坚定看好，维持“买入”评级。

### 风险提示：

等保 2.0 政策推进不及预期的风险、新兴安全业务进展不及预期的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,154	4,161	5,967	8,350	11,732
YoY (%)	73.6%	31.9%	43.4%	39.9%	40.5%
归母净利润(百万元)	-495	-334	106	482	1,171
YoY (%)	43.2%	32.4%	131.6%	355.9%	143.0%
毛利率 (%)	56.7%	59.6%	62.3%	64.7%	66.7%
每股收益 (元)	-0.73	-0.49	0.16	0.71	1.72
ROE	-9.9%	-3.3%	1.0%	4.5%	10.0%
市销率	-	17.0	11.9	8.5	6.0

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话：0755-82533391

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,161	5,967	8,350	11,732	净利润	-341	111	501	1,221
YoY (%)	31.9%	43.4%	39.9%	40.5%	折旧和摊销	197	30	30	35
营业成本	1,682	2,247	2,951	3,902	营运资金变动	-460	-850	-833	-1,058
营业税金及附加	39	56	78	109	经营活动现金流	-689	-1,008	-685	-368
销售费用	1,320	1,820	2,422	3,285	资本开支	-294	-147	-146	-125
管理费用	526	716	919	1,232	投资	-366	-50	-220	-295
财务费用	-22	-112	-93	-81	投资活动现金流	-623	106	23	154
资产减值损失	-61	0	0	0	股权募资	5,434	0	0	0
投资收益	182	298	334	469	债务募资	425	36	50	50
营业利润	-326	110	500	1,221	筹资活动现金流	5,325	64	85	91
营业外收支	-17	1	1	1	现金净流量	4,014	-838	-577	-122
利润总额	-343	111	501	1,222	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	-2	0	1	1	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	-341	111	501	1,221	营业收入增长率	31.9%	43.4%	39.9%	40.5%
归属于母公司净利润	-334	106	482	1,171	净利润增长率	32.4%	131.6%	355.9%	143.0%
YoY (%)	32.4%	131.6%	355.9%	143.0%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	-0.49	0.16	0.71	1.72	毛利率	59.6%	62.3%	64.7%	66.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	-8.2%	1.9%	6.0%	10.4%
货币资金	5,274	4,436	3,859	3,737	总资产收益率 ROA	-2.7%	0.8%	3.2%	6.7%
预付款项	23	62	72	86	净资产收益率 ROE	-3.3%	1.0%	4.5%	10.0%
存货	605	1,249	1,441	1,826	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	2,761	3,679	5,409	7,578	流动比率	3.88	3.18	2.77	2.57
流动资产合计	8,664	9,426	10,781	13,226	速动比率	3.49	2.67	2.28	2.11
长期股权投资	640	690	735	780	现金比率	2.36	1.49	0.99	0.73
固定资产	1,281	1,351	1,421	1,466	资产负债率	19.3%	24.1%	28.5%	32.0%
无形资产	81	81	81	81	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	3,761	3,926	4,086	4,221	总资产周转率	0.33	0.45	0.56	0.67
资产合计	12,424	13,352	14,867	17,447	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	14	0	0	0	每股收益	-0.49	0.16	0.71	1.72
应付账款及票据	1,055	1,414	1,854	2,453	每股净资产	14.73	14.88	15.59	17.31
其他流动负债	1,164	1,554	2,039	2,698	每股经营现金流	-1.01	-1.48	-1.01	-0.54
流动负债合计	2,232	2,968	3,892	5,151	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	50	100	150	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	170	200	240	290	PE	-181.73	574.71	126.07	51.89
非流动负债合计	170	250	340	440	PB	8.56	6.01	5.73	5.16
负债合计	2,402	3,219	4,232	5,592					
股本	680	680	680	680					
少数股东权益	15	20	39	89					
股东权益合计	10,022	10,133	10,634	11,855					
负债和股东权益合计	12,424	13,352	14,867	17,447					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究从业经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，3年证券研究经验，主要覆盖金融科技、人工智能、网络安全研究方向。

### 分析师承诺

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，保证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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。