

同比+45%超预期，新兴安全加速放量

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)	666
最新收盘价:	98	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8月11日公司发布2021年半年报，H1实现营收14.6亿元，同比+44.5%（其中主营业务营收同比+45.3%），增长超预期。

分析判断：

► 新兴安全扩张逻辑依旧坚挺，营收/毛利率均超预期

收入端来看，公司H1实现营收14.6亿元（Q2单季度贡献10亿元），同比+44.5%，超出市场预期。我们认为，公司上半年增长动能主要有二：一是新兴安全产品在HW等事件驱动下持续放量，规模化扩张态势显现；二是2021H1疫情边际缓和带动下下游政企客户采购需求回暖，低基数凸显公司业绩增幅。

其中，新兴安全扩张逻辑无疑是增长主因，可分产品线一览：

1) 终端安全产品：收入增长近70%（达到2.7亿元），终端EDR和虚拟化安全增长迅猛、演绎强者恒强。

2) 边界安全产品：收入增长超80%（超过2亿元），以新（SD-WAN等）带老（防火墙等）趋势明显，产品/方案正在向万物互联场景演进，并在HW中持续扮演重要角色。

3) 数据安全产品：收入增长超100%（超过2.8亿元），先发优势明显，零信任、交易沙箱、数据库安全、隐私合规等多个热点产品正在成为爆款。

4) 态势感知产品：收入体量将近3亿元，其中安全监管、安全运营、实战攻防三大品种齐头并进，增速多超过50%水平，领跑全行业。

5) 安全服务业务：收入体量超过2亿元，（HW场景中）安服与各类安全产品展现极强协同性，需求极其旺盛，预计年内安服收入占比进一步提升。

综合来看，公司抓住“云大物工”安全红利，坚定主打新兴安全产品（合计增速约60%、占收比约70%），规模化扩张正在显现。与此同时，公司将硬件类业务（安全集成）的比例进一步压缩至13.0%（2020年同期15.7%），结构优化带动综合毛利率同比提升2.5pct至63.3%，“高质量发展”转型逻辑正在兑现。

► 利润端承压无须悲观，高研发+强人员扩张成效渐显

利润端来看，公司H1表观亏损9.3亿元，缺口扩大33.3%（若剔除股份支付因素，亏损缺口仅扩张9.3%），进一步亏损的核心原因仍是高研发投入+强人员扩张。

研发方面来看，公司H1研发投入7.7亿元，同比增加40.4%。两个维度看研发“结果”：1)截至2021年6月30日，公司已获得563项网络安全领域的主要发明专利和965项主要计算机软件著作权，另有840项专利申请正在审核中（科创板225家上市企业有效发明专利排行榜中列第五）。2)公司在原有的“鲲鹏”、“诺亚”、“雷尔”、“锡安”基础上，升级了“川陀”、“大禹”、“玄机”、“千星”新四大研发平台。八大研发平台共同发力，有望大幅提升研发效率。我们认为，积累专利带来技术前瞻性与产品代差，搭建平台则能提升开发效率与产品化率，即公司当前的大手笔研发投入旨在为新兴安全产品的持续爆发保驾护航，有其必要性。

人员方面来看，H1人员数量已经增至8100余人，较去年同期增加1100余人，主要贡献来自安服。我们认为，当前阶段人员增长是新兴安全扩张逻辑的底层支撑——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带来了更大的安全服务需求，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。一个值得关注的边际变化是，产品与人员的协同效应或在加速显现，H1 人均创收进一步同比+23.6%。

► **政策利好抬高网安赛道天花板，公司核心受益**

7 月以来，网安行业政策利好不断，重点关注两大重磅：

滴滴事件定性：数据安全/审查大幕拉开，安全产业站上风口。滴滴数据安全事件凸显我国数据安全隐惠，数据安全监管、审查大幕拉开。个人层面来看，私人信息泄露可能造成重大财产损失甚至危及人身安全。政企层面来看，关键数据资产的泄露可能招致国家网络信息系统被攻击的危险，尤其是针对关键性基础设施的网络攻击会导致重大国家安全事故。判断，以本次滴滴事件为界限，我们将正式从“网络空间安全”上半场（关注防火墙等传统边界安全），步入下半场（聚焦数据安全等新兴安全领域）。

《行动计划》定量，10%划定打开数千亿级空间。工信部在《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023 年）（征求意见稿）》中明确：至 2023 年网络安全产业规模将超过 2500 亿元、年复合增速超过 15%，同时明确电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例达 10%。1) 需求侧来看：如果 2023 年实现 2500 亿元的产业空间，且年复合增速 15%，则倒推 2021 年产业规模是 1600-1700 亿。2) 供给侧来看：就提供的安全产品/服务供给来看，CCID 数据显示 2019-2021 年我国网络信息安全市场规模将由 608 亿元增加至 927 亿元，CAGR 为 23.5%。3) 线性外推：若结合 10%的网安 IT 投入占比划定，并线性外推至全部政府、企业客户（判断符合顶层规划思路），则 2021 年安全供需缺口 = 安全厂商业务扩容空间 = 700-800 亿元，产业机遇明确，后续年份切实落地。判断本轮政策将推动网安预算中枢抬升，引导行业迎来长牛。

我们认为：一方面，公司卡位新兴安全赛道，在数据安全领域先发优势明确，热点产品包括但不限于零信任数据安全、大数据交易沙箱、数据库安全、数据内容加密、源代码安全、APP 隐私合规、电子数据取证等，未来有望最大化承接数据安全监管红利。另一方面，过去三年来看公司份额扩张趋势已然确立，一旦下阶段赛道宽度进一步打开，将为公司业绩增长带来放大效应，或有持续超预期表现。

投资建议：

估值方面，对标海外安全市场，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交交互、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。维持盈利方面预测不变：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	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-2	0	1	1	成长能力 (%)				
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%	盈利能力 (%)				
每股收益	-0.49	0.16	0.71	1.72	毛利率	59.6%	62.3%	64.7%	66.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	-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	偿债能力 (%)				
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	经营效率 (%)				
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	每股指标 (元)				
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	估值分析				
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。