

研发驱动快速增长，毛利率显著改善

买入|维持

——奇安信-U(688561.SH)2021年半年度报告点评

事件:

公司于8月11日收盘后发布《2021年半年度报告》。

点评:

● 研发驱动营业收入高速增长，毛利率同比提升2.49个百分点

2021年上半年，公司持续推进“高质量发展”战略，实现营业收入14.56亿元，同比增长44.54%，安全集成业务的收入占比下降2.75个百分点至12.94%，毛利率由去年同期的60.80%提升至63.29%。公司进一步加强费用管控、提升经营效率，研发费用、销售费用及管理费用的营收占比分别为52.68%、56.25%和22.56%，扣除股份支付相关费用后，上述三项费用较去年同期分别下降5.90、8.18和2.87个百分点，人均创收同比提升23.64%。受网络安全行业客户采购季节性变动及公司高研发投入的影响，公司上半年剔除股份支付影响后的净利润为-7.75亿元，亏损略有增加。

● 高研发铸就核心竞争力，新赛道产品增速亮眼

公司上半年研发投入为7.67亿元，占营收的比例达到52.68%，新赛道安全产品收入占主营产品收入比例超过70%，同比增长率接近60%。1) 泛终端安全产品收入规模超过2.7亿元，同比增长率近70%，其中终端EDR和虚拟化安全增长迅猛；2) 边界安全产品合计收入超过2亿元，同比增长率超过80%；3) 数据安全相关产品整体收入超过2.8亿元，同比增长率超过100%。其中，大数据安全与隐私保护及零信任数据安全增长率均超过60%，电子数据取证收入增长率超过300%；4) 实战型态势感知品类整体收入规模近3亿元，其中攻防类态势感知及运营类态势感知产品同比增长率均超过50%；5) 由实战化攻防演习牵引的部分安全服务业务收入超过2亿元。

● 大中型政企客户占比提升，运营商网安需求持续释放

从客户类型来看，企业客户收入占比为54.54%，政府客户收入占比为29.54%，公检法司客户收入占比为15.92%。按客户所属行业划分，运营商客户收入同比增长超过200%，医疗卫生客户收入同比增长超130%，能源客户收入同比增长超过90%，金融客户收入同比增长超过80%，政府客户收入同比增长超过70%。在《网安产业高质量发展三年行动计划（2021-2023年）》等政策的推动下，电信等重点行业的网安需求有望进一步释放。

● 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14-26倍之间，维持公司高毛利率业务2021年18倍的目标PS，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；商誉减值。

当前价/目标价：98.00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 / 86.13

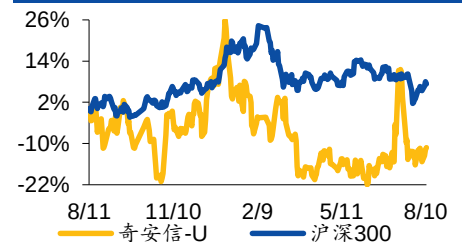
A股流通股（百万股）：456.09

A股总股本（百万股）：679.62

流通市值（百万元）：44696.68

总市值（百万元）：66602.37

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-网络安全行业点评报告：网络安全政策频出，行业景气持续上行》2021.07.13

《国元证券公司研究-奇安信-U(688561.SH)事件点评：推出安全防护软件，切入C端安全市场》2021.04.30

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

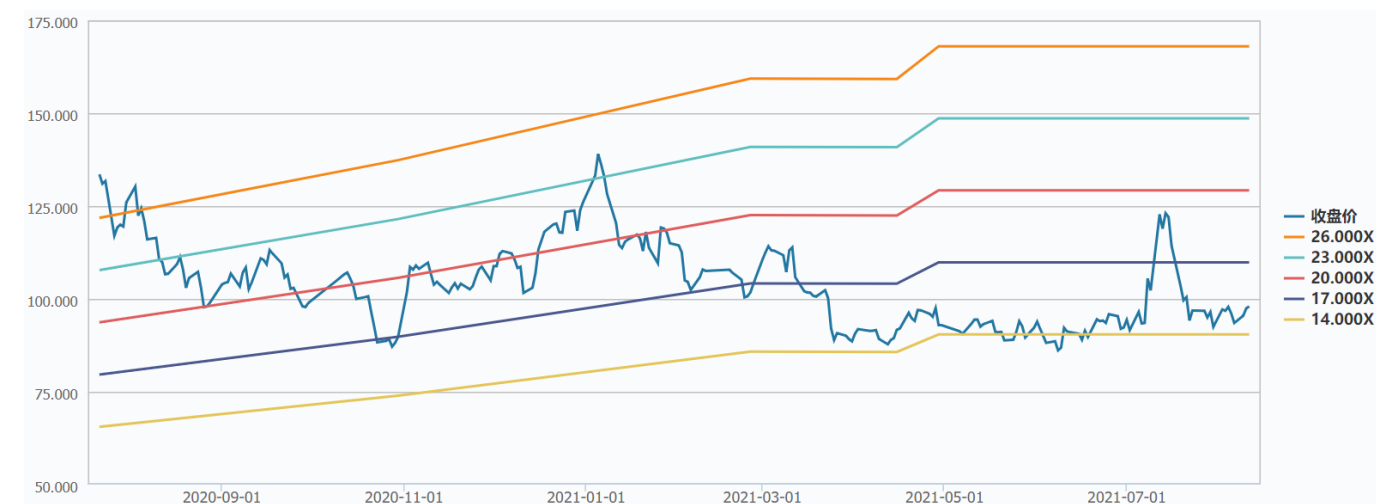
邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

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)	-134.57	-199.19	-1014.76	265.70	101.17

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	-561.65	-938.07	-1183.45
其他经营现金流	81.57	143.46	-255.36	-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	3.60	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	2.49	2.55	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	-134.57	-199.19	-1014.76	265.70	101.17
P/B	13.26	6.66	6.70	6.54	6.14
EV/EBITDA	-161.36	-399.08	263.50	95.97	53.72

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”）在中华人民共和国境内（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