

奇安信-U (688561.SH)

营收增速及经营质量超预期，成长持续性与规模效应被低估

网安领军营收增速及经营质量超预期，强研发投入、主动防御能力、生态型渠道建设构筑高竞争壁垒，成长持续性与规模效应被低估。高基数之上高成长，公司前三季度实现收入 26.74 亿，单 Q3 实现营收 12.19 亿，同比分别增长 43.02%、41.26%，较 2019 年同期分别增长 86.52%、167.32%，营收规模与增速较可比公司处于领先地位；受益于新赛道高毛利产品高增，营收结构优化带来毛利率持续提升，前三季度毛利率同比提升 4.77%，单 Q3 毛利率提升 7.41%，剔除股份支付费用影响，公司净利润为-9.42 亿元，同比减亏 9.13%，销售费用率、管理费用率同比下行 3.66%、2.02%，整体营收增速与经营质量提升超预期。

网安龙头充分受益行业成长机遇，新赛道产品牵引营收增速持续高于行业。1) 在合规政策、ICT 技术大规模应用以及安全事件驱动下，网安行业需求有望加速。中长期，国内 IT 支出中网安投入比例有望加大，据 IDC 数据，目前中国网络安全投入占 IT 投入比重为 1.84%，与全球平均水平 3.74% 相比，渗透率仍有提高空间。中国网安市场规模 2024 年将达到 179 亿美元，2020-2024 年 CAGR 为 18.7%；2) 公司在泛终端安全、态势感知、云安全与工控安全等新赛道布局领先，公司 21H1 在新赛道安全产品收入占主营产品收入比例超过 70%，同比增长率近 60%。其中终端安全、边界安全、数据安全收入分别超 2.7、2.0、2.8 亿元，同比增速分别超过 70%、80%、100%，新赛道产品收入高增长牵引营收持续超越行业；3) 高研发缔造强产品力体现在，仅三季度，公司发布云天眼新品以提升云上实战攻防感知能力、终端 EDR 产品通过赛可达实验室威胁检测能力检测、“安全 DNS”公共服务 QDNS 新品等。上榜 Gartner CWPP 和 ICT 技术成熟度曲线等报告。

凭借产品卡位、渠道与研发竞争力快速抢占市场，头部政企客群高速增长验证公司网安产品与服务竞争力。从客户类型及收入占比维度分析，企业客户占比持续提升，平均增速超过 60%，企业客户贡献公司主营业务收入超过 56% 份额，前三季度运营商增速迅猛同比增长 192%，能源行业同比增长 122%，医疗卫生行业同比增长 90%，金融行业同比增长 73%，政府及公检法司同比增长 42%。

公司持续践行“高质量发展战略”，收入规模效应与成长持续性被低估。1) 公司“高质量发展”战略效果明显。前三季度毛利率同比提升 4.77%，单 Q3 毛利率提升 7.41%，剔除股份支付费用影响，公司净利润为-9.42 亿元，同比减亏 9.13%，销售费用率、管理费用率同比下行 3.66%、2.02%，公司坚持强研发投入，维持约 46% 水平；2) 卡位高景气赛道，成长持续性无忧。公司不仅在终端安全、UTM 等传统安全领域位居市场前列，在云安全、态势感知等新兴领域同样处于市场领先地位。根据赛迪咨询、IDC 等第三方机构的报告，公司在新一代 IT 基础设施防护产品体系中的终端安全领域、大数据智能安全检测与管控产品体系中的安全管理平台和云安全领域、安全服务市场份额第一，高研发投入有望转化为强大技术壁垒，实现新赛道领先地位。

投资建议：预计 2021-2023 年营业收入分别为 58.54 亿、76.74 亿和 99.76 亿，归母净利润分别为-1.06 亿、3.96 亿及 12.68 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；政策力度不及预期风险；公司安全服务与新产品增速推进不及预期风险。

务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,154	4,161	5,854	7,674	9,976
增长率 yoy (%)	73.6	31.9	40.7	31.1	30.0
归母净利润(百万元)	-495	-334	-106	396	1,268
增长率 yoy (%)	-43.2	-32.4	-68.2	-472.9	220.2
EPS 最新摊薄(元/股)	-0.73	-0.49	-0.16	0.58	1.87
净资产收益率(%)	-11.0	-3.4	-1.2	4.1	11.6
P/E(倍)	-125.7	-186.0	-585.6	157.0	49.0
P/B(倍)	12.4	6.2	6.3	6.0	5.4

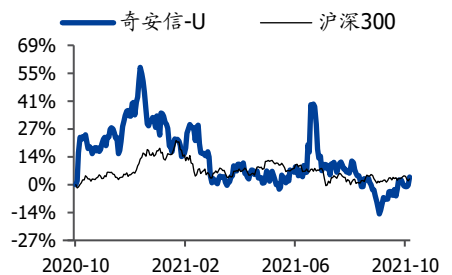
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	计算机应用
前次评级	买入
10月29日收盘价(元)	91.51
总市值(百万元)	62,191.66
总股本(百万股)	679.62
其中自由流通股(%)	67.11
30日日均成交量(百万股)	1.92

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

相关研究

- 《奇安信(688561.SH): 营收增速符合预期, 新赛道布局成果显著》2021-08-12
- 《奇安信(688561.SH): 毛利率显著改善, 经营质量持续提升》2021-04-28
- 《奇安信(688561.SH): 年报细节亮点纷呈, 网安龙头迈入高质量发展阶段》2021-04-15

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3989	8664	9748	9427	11572	营业收入	3154	4161	5854	7674	9976
现金	1258	5274	4695	3849	3792	营业成本	1365	1682	2250	2795	3434
应收票据及应收账款	1308	1893	2610	3292	4380	营业税金及附加	33	39	55	72	93
其他应收款	367	366	665	686	1070	营业费用	1118	1320	1769	2127	2516
预付账款	43	23	70	52	106	管理费用	470	526	623	625	563
存货	749	605	1206	1045	1721	研发费用	1047	1228	1669	1996	2346
其他流动资产	264	503	503	503	503	财务费用	22	-22	2	97	161
非流动资产	3166	3761	3832	4353	5018	资产减值损失	-3	-61	-46	-86	-95
长期投资	392	640	897	1157	1416	其他收益	243	209	226	218	222
固定资产	195	1281	1105	1150	1289	公允价值变动收益	0	38	10	12	15
无形资产	66	81	81	82	73	投资净收益	196	182	122	153	164
其他非流动资产	2514	1759	1749	1964	2240	资产处置收益	0	1	0	0	0
资产总计	7155	12424	13580	13780	16590	营业利润	-536	-326	-110	430	1358
流动负债	1968	2232	3502	3276	4725	营业外收入	2	1	2	1	1
短期借款	0	14	14	14	14	营业外支出	5	18	6	7	9
应付票据及应付账款	862	1055	1509	1676	2237	利润总额	-539	-343	-115	424	1351
其他流动负债	1106	1164	1980	1586	2475	所得税	14	-2	1	-3	-10
非流动负债	146	170	170	170	170	净利润	-553	-341	-115	427	1361
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-58	-6	-9	31	93
其他非流动负债	146	170	170	170	170	归属母公司净利润	-495	-334	-106	396	1268
负债合计	2114	2402	3673	3446	4895	EBITDA	-436	-303	-43	542	1530
少数股东权益	18	15	6	36	129	EPS (元)	-0.73	-0.49	-0.16	0.58	1.87
股本	578	680	680	680	680						
资本公积	6609	11795	11795	11795	11795	主要财务比率					
留存收益	-2164	-2499	-2614	-2187	-826	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	5022	10008	9901	10298	11566	成长能力					
负债和股东权益	7155	12424	13580	13780	16590	营业收入(%)	73.6	31.9	40.7	31.1	30.0
						营业利润(%)	43.8	39.1	66.2	489.9	215.9
						归属于母公司净利润(%)	-43.2	-32.4	-68.2	-472.9	220.2
						获利能力					
						毛利率(%)	56.7	59.6	61.6	63.6	65.6
						净利率(%)	-15.7	-8.0	-1.8	5.2	12.7
						ROE(%)	-11.0	-3.4	-1.2	4.1	11.6
						ROIC(%)	-11.6	-4.9	-2.6	2.9	10.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	29.5	19.3	27.0	25.0	29.5
						净负债比率(%)	-23.0	-51.5	-46.3	-36.2	-31.5
						流动比率	2.0	3.9	2.8	2.9	2.4
						速动比率	1.5	3.4	2.3	2.4	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
						应收账款周转率	3.3	2.6	2.6	2.6	2.6
						应付账款周转率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	-0.73	-0.49	-0.16	0.58	1.87
						每股经营现金流(最新摊薄)	-1.64	-1.01	-0.61	-0.22	1.30
						每股净资产(最新摊薄)	7.39	14.73	14.57	15.15	17.02
						估值比率					
						P/E	-125.7	-186.0	-585.6	157.0	49.0
						P/B	12.4	6.2	6.3	6.0	5.4
						EV/EBITDA	-140.0	-188.0	-1335.8	107.9	38.3

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-1114	-689	-417	-148	883
净利润	-553	-341	-115	427	1361
折旧摊销	140	197	220	245	293
财务费用	22	-22	2	97	161
投资损失	-196	-182	-122	-153	-164
营运资金变动	-609	-485	-392	-752	-753
其他经营现金流	82	143	-10	-12	-15
投资活动现金流	-219	-623	-160	-601	-779
资本支出	283	298	-186	261	406
长期投资	-13	-327	-257	-260	-259
其他投资现金流	50	-652	-603	-601	-631
筹资活动现金流	927	5325	-2	-97	-161
短期借款	0	14	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	428	102	0	0	0
资本公积增加	792	5186	0	0	0
其他筹资现金流	-293	24	-2	-97	-161
现金净增加额	-406	4014	-579	-846	-56

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com