

分析师: 唐月

登记编码: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50586635

新赛道发展持续发力, 三季度增长超预期

——奇安信(688561)季报点评报告

证券研究报告-季报点评

增持(首次)

市场数据(2021-11-03)

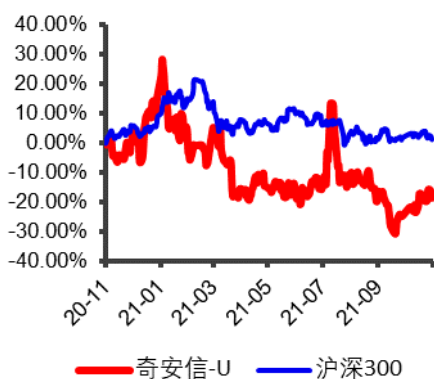
发布日期: 2021年11月03日

收盘价(元)	88.69
一年内最高/最低(元)	140.83/75.31
沪深300指数	4821.11
市净率(倍)	6.64
流通市值(亿元)	404.50

基础数据(2021-9-30)

每股净资产(元)	13.36
每股经营现金流(元)	-2.46
毛利率(%)	62.58
净资产收益率-摊薄(%)	-12.74
资产负债率(%)	28.78
总股本/流通股(万股)	67961/45608
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

相关报告

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

公司公布了三季度业绩: 前三季度公司营业收入26.74亿元, 同比增长43.02%, 两年增速86.52%; 归母净利润-11.57亿元, 同比增长-14.85%, 两年增速-18.51%; 扣非后归母净利润-12.86万元, 同比增长-22.32%。

- Q3两年增速较Q2提升明显。单季度数据来看, Q3收入12.19亿元, 同比增长41.26%, 两年增速167.16%, 两年增速较Q2提升了101.37个百分点; 净利润-2.35亿元, 同比增长25.43%, 两年增速44.55%; 扣非净利润-3.16亿元, 同比增长6.36%。
- 分行业来看, 2018年以来企业业务在公司收入占比中持续上升。前三季度政府及公检法同比增长超42%, 而企业客户占比超56%, 平均增速60%, 其中增速较快的行业包括: 运营商同比超过190%, 能源行业增长超120%, 医疗卫生增长超90%, 金融增长超70%。
- 分产品来看, 新赛道仍然是公司业务发展强有力的支撑。前三季度以大数据安全检测与管控、零信任安全、应用开发安全、云安全、工业互联网安全、大数据安全与隐私保护为核心的新赛道产品同比增长60%, 占比从上年末的近60%增长到70%以上。从半年报披露的数据来看, 公司目前最大的收入来自于态势感知、数据安全、终端安全领域, 2021年数据安全、边界安全、终端安全都保持了较高的增速水平。
- 从经营质量指标上来看也有持续提升。

(1) 毛利率: 前三季度毛利62.58%, 较上年同期增长了4.77个百分点, 较2019年同期增长了2.21个百分点。其中Q3毛利率61.73%, 较上年提升了7.41个百分点, 较2019年同期下滑了1.76个百分点。由于公司不同业务之间的结构因素, 毛利率在季节方面变动是比较明显的, 但是我们看到2018年以来(2018年开始公司进入快速增长通道), 公司毛利率整体呈现出逐年下降的趋势。2021年前三季度来看, 公司低毛利的系统集成业务占比下滑了7.22个百分点到13.50%, 是驱动整体毛利率提升的重要原因。

(2) 人均创收: 前三季度该指标同比提升了16.42%。纵观2017年到2020年, 我们看到公司人均创收指标也是逐渐提升, 从142万元/人提升到293万元/人。

(3) 费用率水平: 前三季度公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为48.02%、17.53%、46.4%, 虽然受到了股权激励费用计提的影响, 仍然分别较上年同期下滑了3.65、1.86、0.17个百分点, 继续呈现出逐

渐下滑的趋势。

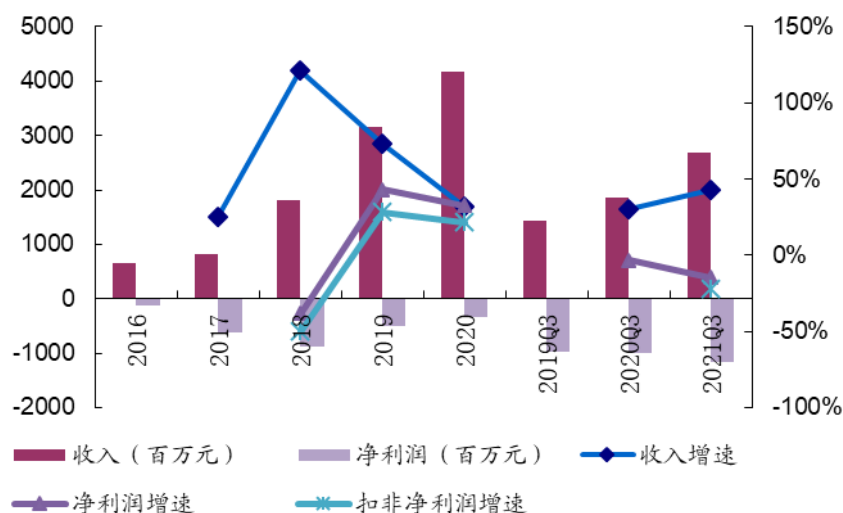
- 由于公司 2020 年公司推出了高额的股权激励，2021 年成为公司股权激励费用集中计提的阶段。2021 年前三季度，公司总计计提股权激励费用 2.20 万元，剔除掉股权激励费用的影响以后，公司归母净利润为 -9.36 万元，较上年同期减亏 7091 万元，较 2019 年同期减亏 3977 万元。2021 年公司股权激励费用预计为 2.91 亿元，而 2022 年预计为 1.52 亿元，压力逐年减弱。
- 首次覆盖，并给予公司“增持”的投资评级。公司作为网络安全行业龙头，在多个新兴领域有较深的布局，有望凭借国内网络安全行业发展的东风，成长为具有国际型竞争力的网安企业，但是考虑到公司目前仍然处于亏损状态，我们暂给予公司增持的投资评级。预计 21-23 年公司 EPS 分别为 -0.09 元、0.59 元、1.50 元，按 11 月 3 日收盘价 88.69 元计算，对应 PE 为 -1002.04 倍、150.30 倍、59.02 倍。

风险提示：网络安全行业竞争加剧；疫情加重影响项目实施。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,154	4,161	5,867	7,921	10,495
增长比率(%)	73.6	31.9	41.0	35.0	32.5
净利润(百万元)	-495	-334	-60	401	1,021
增长比率(%)	43.2	32.4	82.0	766.7	154.7
每股收益(元)	56.7	59.6	60.1	60.5	60.8
市盈率(倍)	-15.7	-8.0	-1.0	5.1	9.7

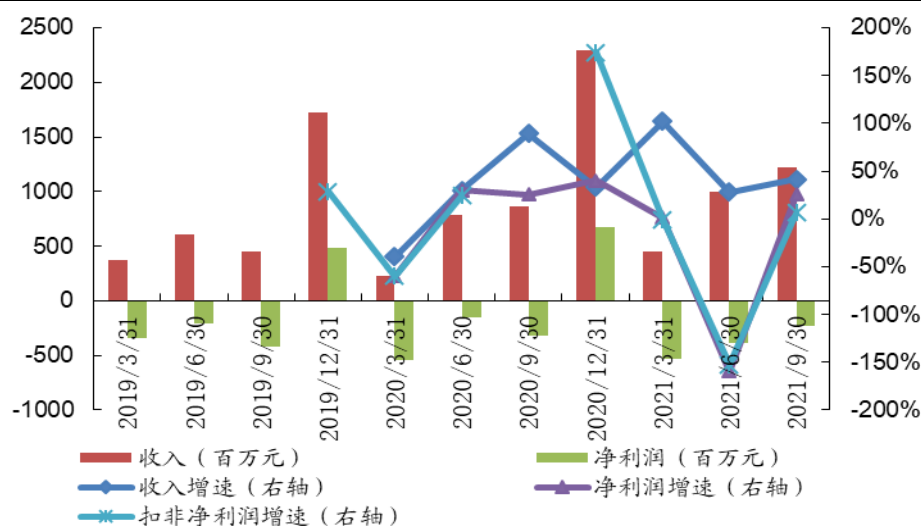
资料来源：Wind，中原证券

图 1: 2016-2021Q3 公司收入、净利润及其增速



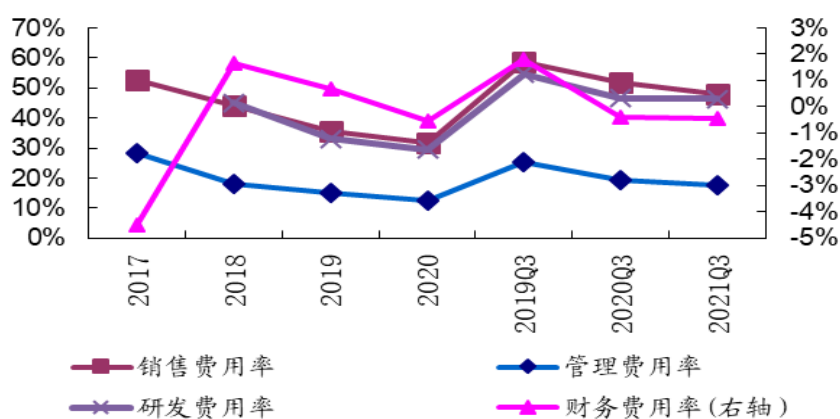
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2019Q1-2021Q3 公司单季度收入、净利润及其增速



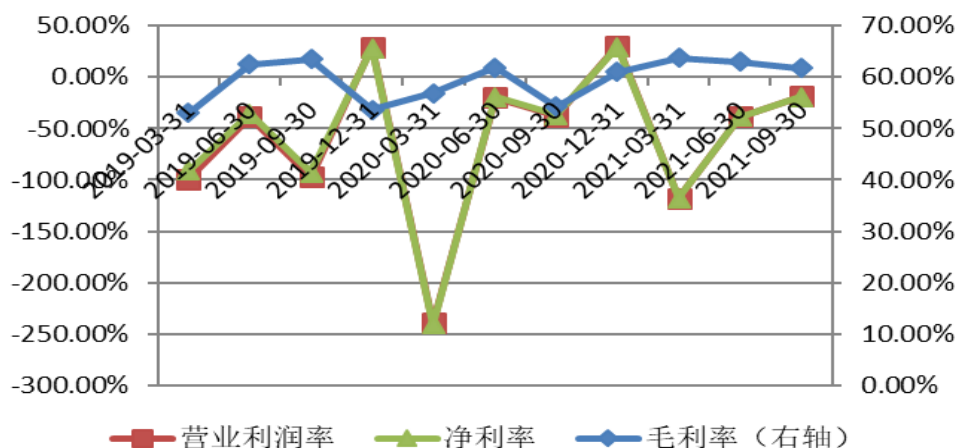
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 2017-2021Q3 公司盈利指标



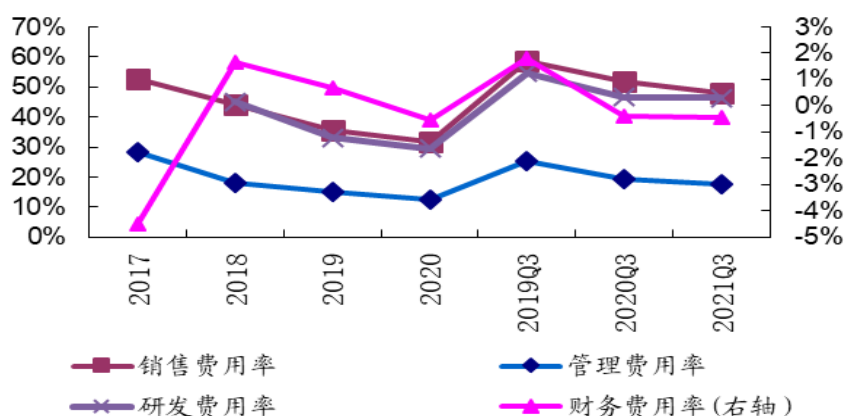
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 2015Q1-2021Q3 公司单季度盈利能力指标



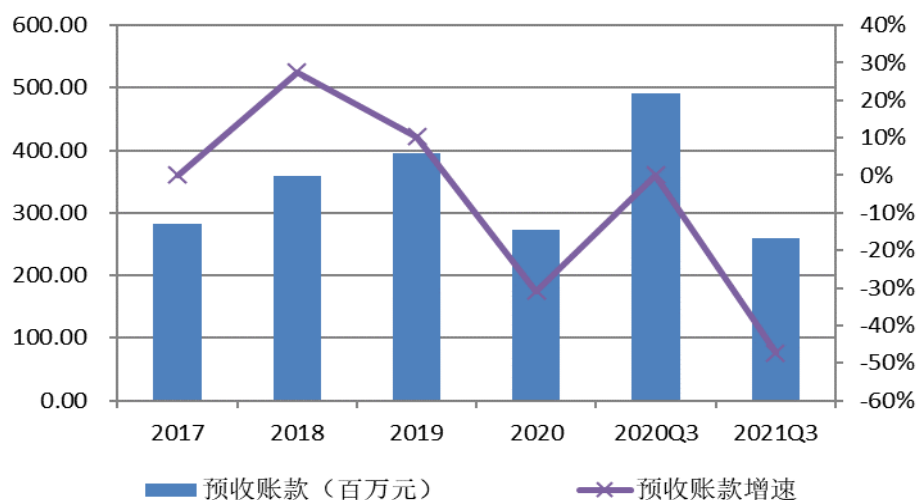
资料来源：公司公告，中原证券

图 5: 2017-2021Q3 公司四大费用率指标



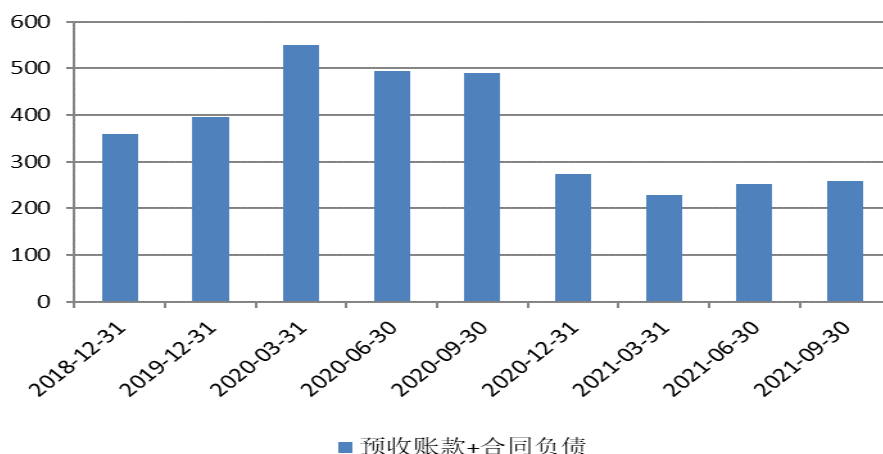
资料来源：公司公告，中原证券

图 6: 2011Q1-2021Q3 公司单季度存货值（百万元）



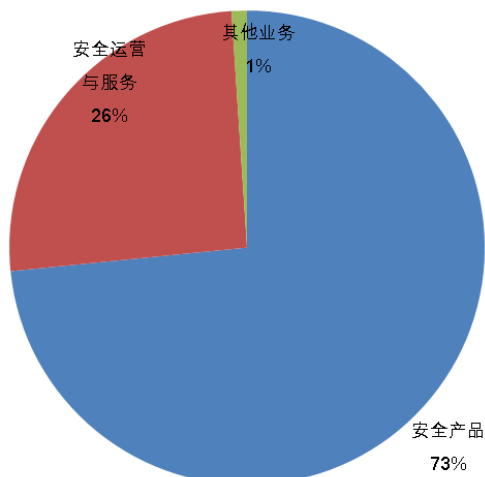
资料来源：公司公告，中原证券

图 7: 2018Q4-2021Q3 公司单季度预收账款+合同负债



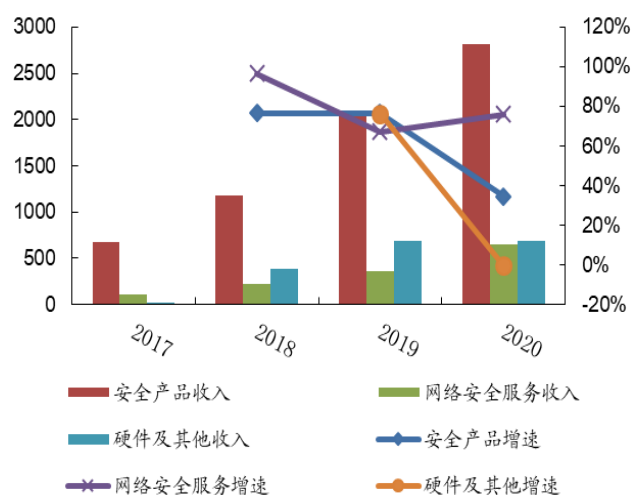
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 8: 2020 公司分业务收入结构



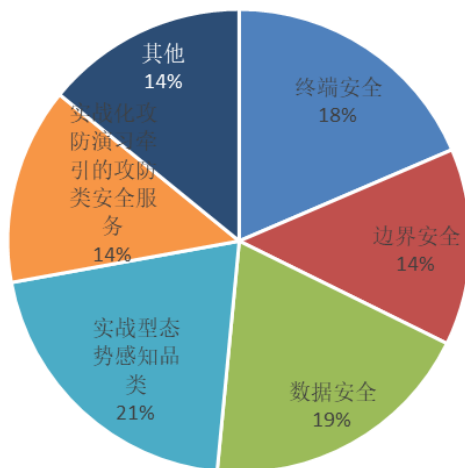
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 9: 2018-2020 公司分业务收入及增速



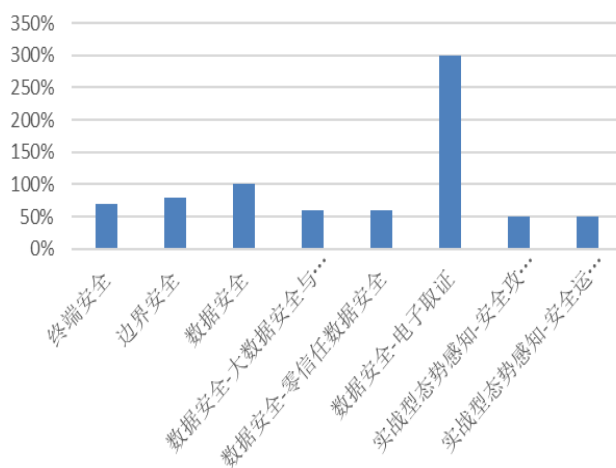
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 10: 2021H1 公司分业务收入结构



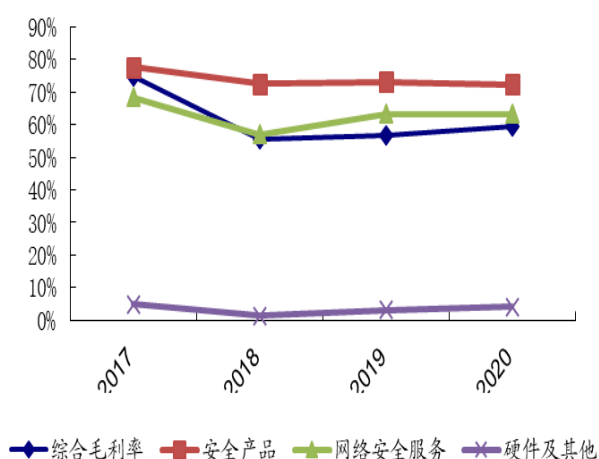
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 11: 2021H1 公司分业务收入增速



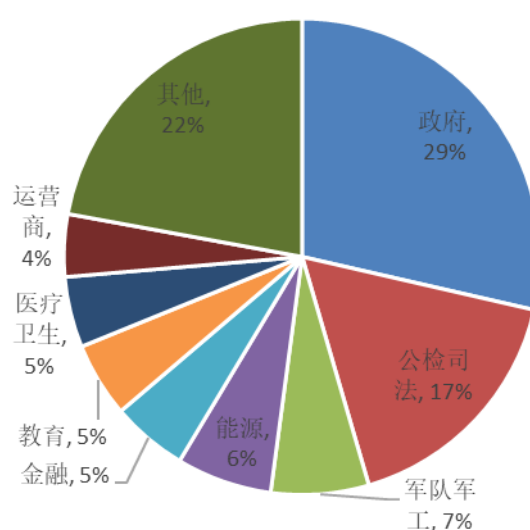
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 12: 2017-2020 年公司分产品毛利变化



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 13: 2019 年公司收入行业结构



资料来源: 公司公告, 中原证券

表 1: 综合安全厂商 2021 年前三季度业绩增速对比

公司	收入增速		净利润增速		毛利率			营收占比全年		订单增速	
	Vs 2020 前三季	Vs 2019 前三季	Vs 2020 前三季	Vs 2019 前三季	19 前三季	20 前三季	21 前三季	19 前三季	20 前三季	2021 前三季	2021H1
迪普科技	34%	37%	32%	30%	72%	71%	71%	67%	62%	-	-
启明星辰	45%	32%	-122%	-116%	63%	70%	63%	51%	40%	45%	80%
绿盟科技	31%	42%	-286%	-2875%	68%	70%	72%	52%	47%		
奇安信	43%	87%	-15%	-19%	63%	58%	60%	45%	45%		
安恒信息	31%	84%	-697%	-546%	57%	66%	68%	50%	50%		
山石网科	45%	45%	56%	-198%	72%	66%	75%	62%	57%		
深信服	35%	57%	-291%	-142%	65%	69%	72%	61%	59%		
天融信 (网安)	55%	27%	58%	19%	76%	62%		45%	32%		89%
(网安剔除同天)	86%	92%	57%	22%	78%	74%	81%	39%	30%	95%	

资料来源: 公司公告, 中原证券

表 2: 公司主要产品排名情况

机构	领域	年份	排名情况	市占率	前值
赛迪顾问	总市场份额	2020	连续 2 年第 1	5.8%	5.2%
	终端安全	2020	第 1	16.6%	20.5%
	安全管理平台	2020	第 2	23.8%	23.9%
	安全服务	2020	第 1	7.2%	6.3%
	云安全	2020	连续 3 年第 1	7.3%	5.7%

	云计算安全	2020	第 1	11.2%	-
	威胁检测与响应	2019	第 1	15.3%	-
	Web 安全	2020	第 2	18.9%	21%
	UTM	2020	第 2	18.9%	17.3%
IDC	终端安全软件	2020	第 1	24.4%	23.5%
	安全资源池	2020	连续 2 年第 1	18.3%	18.1
	安全分析和威胁情报	2020	第 1	10.7%	-
	IT 安全咨询服务	2020	第 1	7.2%	-
	安全内容管理硬件	2020	第 2	11.1%	11.7%
	托管安全服务	2020	第 2	12.1%	-
	UTM	2020	连续 5 年第 3	12.2%	12.0%
	终端安全检测与响应 (EDR)	2020	EDR 领导者象限	第一	
	态势感知	2019	态势感知解决方案领导者象限	第一	
Gartner	行为安全产品	2020	入围互联网安全网关 (SWG) 魔力象限		
	行为安全产品	2020	关键能力报告		
	新一代智慧防火墙	2019	亚太区防火墙魔力象限		
Frost & Sullivan	安全托管服务	2020	大中华区第 1 名	9.6%	
	威胁情报	2020	入围全球威胁情报报告		
	网络安全咨询服务	2021	入围亚太网络安全咨询服务报告		

资料来源：IDC，赛迪，Gartner，Frost & Sullivan，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3989	8664	9396	9548	12048
现金	1258	5274	4257	3551	3641
应收票据及应收账款	1308	1893	2620	3472	4600
其他应收款	367	366	667	728	1120
预付账款	43	23	70	56	111
存货	749	605	1280	1240	2073
其他流动资产	264	503	503	503	503
非流动资产	3166	3761	4242	4878	5714
长期投资	392	640	887	1136	1388
固定资产	195	1281	1312	1444	1693
无形资产	66	81	81	82	73
其他非流动资产	2514	1759	1962	2216	2560
资产总计	7155	12424	13638	14426	17762
流动负债	1968	2232	3511	3867	6107
短期借款	0	14	14	14	564
应付票据及应付账款	862	1055	1613	1952	2736
其他流动负债	1106	1164	1885	1901	2807
非流动负债	146	170	170	170	170
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	146	170	170	170	170
负债合计	2114	2402	3681	4037	6277
少数股东权益	18	15	10	40	115
股本	578	680	680	680	680
资本公积	6609	11795	11795	11795	11795
留存收益	-2164	-2499	-2564	-2132	-1036
归属母公司股东权益	5022	10008	9948	10349	11370
负债和股东权益	7155	12424	13638	14426	17762

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	-526	-81	433
净利润	-553	-341	-65	432	1096
折旧摊销	140	197	235	285	352
财务费用	22	-22	-18	-12	80
投资损失	-196	-182	-199	-270	-361
营运资金变动	-609	-485	-470	-503	-720
其他经营现金流	82	143	-10	-12	-15
投资活动现金流	-219	-623	-509	-637	-813
资本支出	283	298	235	386	584
长期投资	-13	-327	-247	-253	-253
其他投资现金流	50	-652	-522	-504	-481
筹资活动现金流	927	5325	18	12	-80
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	18	12	-80
现金净增加额	-406	4014	-1017	-706	-460

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3154	4161	5867	7921	10495
营业成本	1365	1682	2341	3129	4114
营业税金及附加	33	39	55	74	98
销售费用	1118	1320	1724	2121	2568
管理费用	470	526	687	846	1024
研发费用	1047	1228	1727	2124	2572
财务费用	22	-22	-18	-12	80
资产减值损失	-3	-61	-86	-116	-153
其他收益	243	209	295	398	528
公允价值变动收益	0	38	10	12	15
投资净收益	196	182	199	270	361
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	-536	-326	-60	435	1096
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	5	18	6	7	9
利润总额	-539	-343	-65	429	1088
所得税	14	-2	0	-3	-8
净利润	-553	-341	-65	432	1096
少数股东损益	-58	-6	-5	31	75
归属母公司净利润	-495	-334	-60	401	1021
EBITDA	-408	-170	149	697	1515
EPS (元)	-0.73	-0.49	-0.09	0.59	1.50

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	73.6	31.9	41.0	35.0	32.5
营业利润 (%)	43.8	39.1	81.5	822.9	151.6
归属母公司净利润 (%)	43.2	32.4	82.0	766.7	154.7
获利能力					
毛利率 (%)	56.7	59.6	60.1	60.5	60.8
净利率 (%)	-15.7	-8.0	-1.0	5.1	9.7
ROE (%)	-11.0	-3.4	-0.7	4.2	9.5
ROIC	-11.0	-3.6	-0.9	4.0	9.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.5	19.3	27.0	28.0	35.3
净负债比率 (%)	-23.0	-51.5	-41.6	-33.1	-25.9
流动比率	2.0	3.9	2.7	2.5	2.0
速动比率	1.5	3.4	2.1	2.0	1.5
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	-0.09	0.59	1.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	-2.06	-1.17	-0.77	-0.12	0.64
每股净资产 (最新摊薄)	7.39	14.73	14.64	15.23	16.73
估值比率					
P/E	-121.78	-180.27	-1002.04	150.30	59.02
P/B	12.00	6.02	6.06	5.82	5.30
EV/EBITDA	-144.96	-324.47	375.73	81.56	37.91

资料来源: Wind, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。