

# 奇安信-U (688561.SH)

## 研发平台战略初见成效，“军团制”加速发展

买入

### 核心观点

**2021年收入保持较高增速，22Q1继续提升。**2021年公司实现收入58.09亿元(+39.60%)，归母净利润-5.55亿元(-65.91%)，扣非归母净利润-7.88亿元(-46.15%)。由于股权激励，公司在21年股份支付比20年多了2.56亿元，同时2020年公司因疫情社保减免费用为1.79亿元，剔除上述因素公司净利润较去年同期亏损大幅收窄，减亏幅度超40%。2022Q1，公司实现收入6.59亿元(+44.52%)，归母净利润-4.81亿元(+10.41%)，扣非归母净利润-6.05亿元(-9.26%)。截止2021年一季度，公司在手订单超23亿元，2022年新增订单超9亿元，同比增长超65%。

**安全产品毛利率提升，政府行业仍保持较高增长。**公司毛利率由2020年度的59.57%提升至60.01%。其中在研发效率提升下，安全产品毛利率77.02%，同比提升4.78个百分点。扣除股份支付费用以后，2021年公司研发费用率、销售费用率，管理费用率分别下降1.38、2.90、2.21个百分点。分业务来看，产品收入38.59亿元(+36.74%)，服务收入7.05亿元(+9.17%)，硬件集成收入12.17亿元(+77.53%)。分行业来看，政府行业收入近17亿，占比超29%，增速超42%；公检法司收入超9亿元，占比超16%，增速超45%；企业级客户收入超31亿，占比近54%，增速近36%。企业级客户中，运营商增速66%，医疗增速60%，能源增速54%，金融增速30%。

**研发平台战略初见成效，“军团制”进一步加速发展。**公司研发平台化战略持续推动，以具备量产条件，例如边界安全栈产品受益于鲲鹏平台量产，研发效率较量产前同比提升40%。新赛道产品收入占安全产品及服务的收入比例超过70%，其中，公司动态感知产品整体收入近12亿元(+30%)；终端安全收入超8亿元(+30%)；数据安全与隐私保护产品收入超11亿元(+50%)。在内部管理上，公司实施“军团制”变革，通过市场、规划、方案、产品、技术、交付、运营、安服的一体化，系统复制冬奥“零事故”安保模式，目标在军团服务的客户中力争营收规模和毛利总额均翻倍以上的增长。

**风险提示：**疫情反复影响公司正常经营节奏，行业竞争加剧等

**投资建议：**维持“买入”评级。预计2022-2024年营业收入为80.21/109.09/147.65亿元，增速分别为38%/36%/35%，归母净利润为0.97/3.09/5.80亿元，对应当前PE为309/97/52倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,161	5,809	8,021	10,909	14,765
(+/-%)	31.9%	39.6%	38.1%	36.0%	35.3%
净利润(百万元)	-334	-555	97	309	580
(+/-%)	-32.4%	65.9%	-117.6%	217.5%	87.6%
每股收益(元)	-0.49	-0.81	0.14	0.45	0.85
EBIT Margin	-15.2%	-12.5%	-3.0%	-0.2%	1.5%
净资产收益率 (ROE)	-3.3%	-5.6%	1.0%	3.0%	5.3%
市盈率 (PE)	-89.8	-54.3	309.3	97.4	51.9
EV/EBITDA	-65.9	-64.2	-381.7	267.4	96.1
市净率 (PB)	3.00	3.04	3.01	2.92	2.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

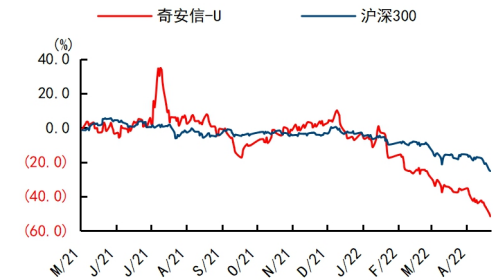
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	44.16元
总市值/流通市值	30117/20269百万元
52周最高价/最低价	130.29/43.88元
近3个月日均成交额	138.70百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

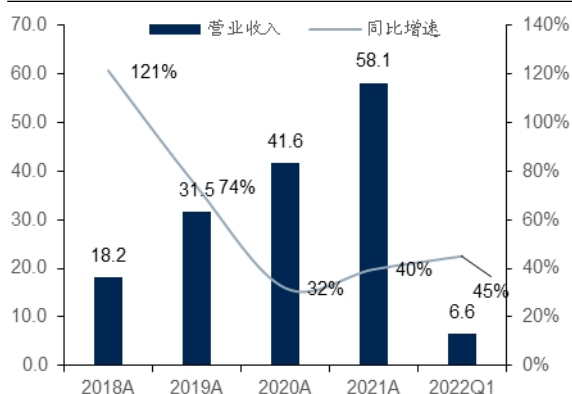
#### 相关研究报告

- 《奇安信-U-688561-2021 三季报点评：高基数下依然保持高增速，新兴安全高质量成长》——2021-11-01
- 《奇安信-U-688561-2021 中报点评：营收增长符合预期，新安全占比持续提升》——2021-08-12
- 《奇安信-U-688561-2021 年一季报点评：营收质量持续提升，新兴安全空间大》——2021-04-30
- 《奇安信-U-688561-2020 年报点评：新安全成主导，安全服务快速增长》——2021-04-15
- 《奇安信-U-688561-2020 年业绩快报点评：营收质量显著提升，新兴安全推动长期高成长》——2021-02-25

**2021 年利润亏损扩大，22Q1 收入保持高增长。**2021 年公司实现收入 58.09 亿元（+39.60%），归母净利润-5.55 亿元（-65.91%），扣非归母净利润-7.88 亿元（-46.15%）。由于股权激励，公司在 21 年股份支付比 20 年多了 2.56 亿元，同时 2020 年公司因疫情社保减免费用为 1.79 亿元，剔除上述因素公司净利润较去年同期亏损大幅收窄，减亏幅度超 40%。

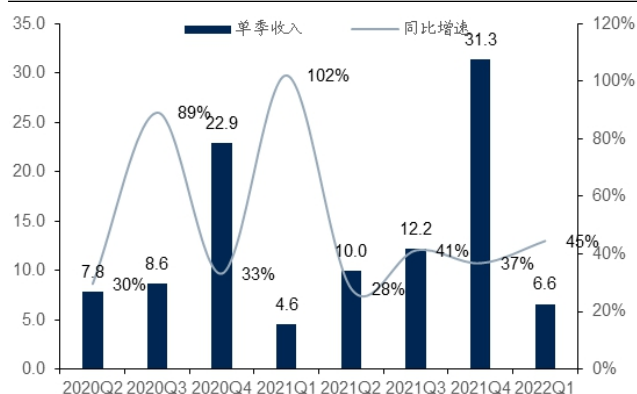
2022Q1，公司实现收入 6.59 亿元（+44.52%），归母净利润-4.81 亿元（+10.41%），扣非归母净利润-6.05 亿元（-9.26%）。截止 2021 年一季度，公司在手订单超 23 亿元，2022 年新增订单超 9 亿元，同比增长超 65%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



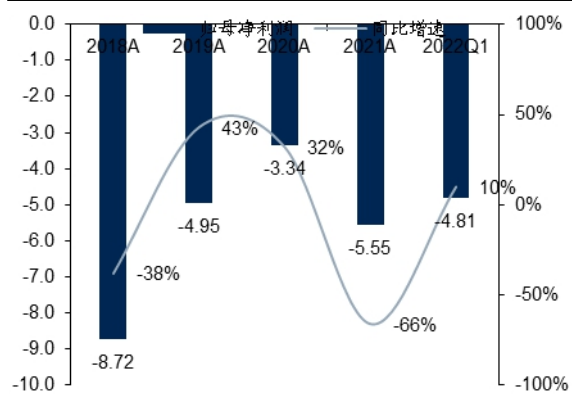
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



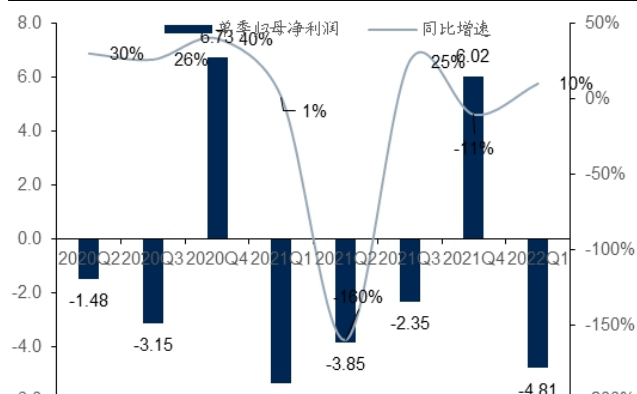
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

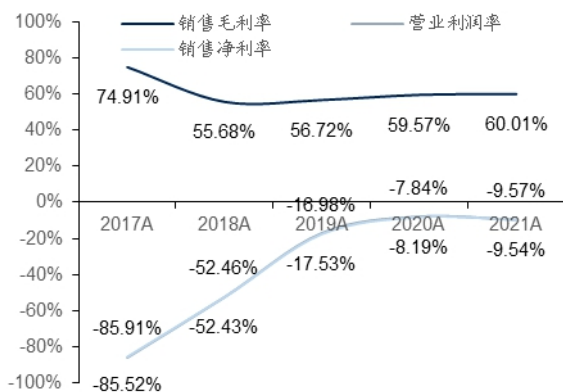
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

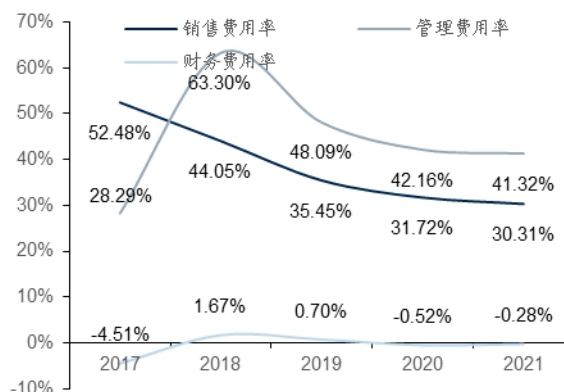
毛利率略有提升，费用率逐步下降。公司毛利率由 2020 年度的 59.57% 提升至 60.01%。其中在研发效率提升下，安全产品毛利率 77.02%，同比提升 4.78 个百分点。扣除股份支付费用以后，2021 年公司研发费用率、销售费用率，管理费用率分别下降 1.38、2.90、2.21 个百分点。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

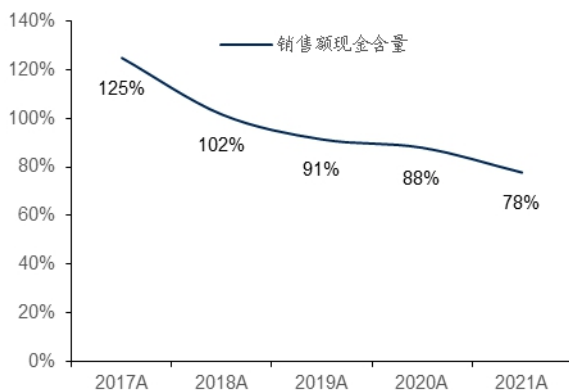
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

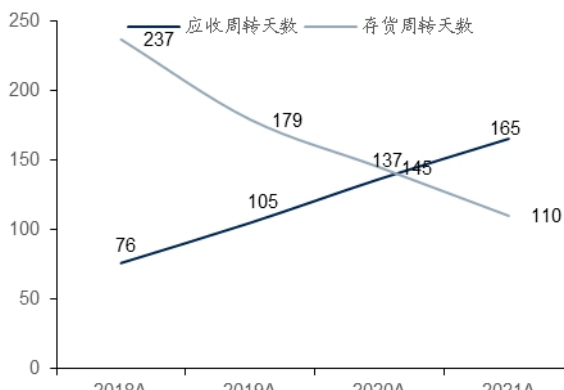
公司实现销售回款 45.14 亿元, 较上年同期增长 23.38%, 增速低于收入增速, 主要应收账款整体增长较大。由于公司仍处于亏损状态, 经营性现金净流量仍为负。公司供应链管理逐步加强, 运营效率稳步提升, 存货周转率提升 31.69%。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 预计 2022-2024 年营业收入为 80.21/109.09/147.65 亿元, 增速分别为 38%/36%/35%, 归母净利润为 0.97/3.09/5.80 亿元, 对应当前 PE 为 309/97/52 倍, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PS (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
688023	安恒信息	113.22	88.88	0.2	1.6	3.8	5.7	643.8	69.2	29.9	19.8	0.4	3.60	买入
688561	奇安信	44.16	301.21	-0.8	0.1	0.5	0.9	-54.5	315.4	98.1	52.0	-5.6	3.76	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5274	2973	3000	3000	3000	营业收入	4161	5809	8021	10909	14765
应收款项	2259	3831	4835	5978	7282	营业成本	1682	2323	3176	4293	5777
存货净额	605	815	1121	1447	1883	营业税金及附加	39	48	66	90	122
其他流动资产	526	677	935	1272	1722	销售费用	1320	1761	2166	2836	3839
<b>流动资产合计</b>	<b>8664</b>	<b>8297</b>	<b>9891</b>	<b>11697</b>	<b>13886</b>	管理费用	526	652	728	879	1113
固定资产	1281	1310	1298	1311	1309	研发费用	1228	1748	2126	2836	3691
无形资产及其他	81	149	144	139	134	财务费用	(22)	(16)	(26)	(9)	(6)
投资性房地产	1759	2921	2921	2921	2921	投资收益	182	139	150	100	100
长期股权投资	640	807	907	1007	1107	资产减值及公允价值变动	99	100	(120)	(80)	(80)
<b>资产总计</b>	<b>12424</b>	<b>13483</b>	<b>15161</b>	<b>17075</b>	<b>19356</b>	其他收入	(1222)	(1836)	(1846)	(2531)	(3361)
短期借款及交易性金融负债	14	137	683	933	796	营业利润	(326)	(556)	96	308	578
应付款项	1055	1423	1995	2719	3684	营业外净收支	(17)	1	1	1	1
其他流动负债	1164	1415	1847	2448	3293	<b>利润总额</b>	<b>(343)</b>	<b>(555)</b>	<b>97</b>	<b>309</b>	<b>579</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2232</b>	<b>2974</b>	<b>4525</b>	<b>6100</b>	<b>7772</b>	所得税费用	(2)	(1)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(6)	1	(0)	(0)	(1)
其他长期负债	170	598	628	658	688	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(334)</b>	<b>(555)</b>	<b>97</b>	<b>309</b>	<b>580</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>170</b>	<b>598</b>	<b>628</b>	<b>658</b>	<b>688</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2402</b>	<b>3572</b>	<b>5153</b>	<b>6758</b>	<b>8461</b>	净利润	(334)	(555)	97	309	580
少数股东权益	15	14	14	14	13	资产减值准备	(13)	8	0	(1)	(1)
股东权益	10008	9896	9993	10303	10883	折旧摊销	142	199	148	164	179
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12424</b>	<b>13483</b>	<b>15161</b>	<b>17075</b>	<b>19356</b>	公允价值变动损失	(99)	(100)	120	80	80
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(22)	(16)	(26)	(9)	(6)
每股收益	(0.49)	(0.81)	0.14	0.45	0.85	营运资本变动	(639)	(2040)	(533)	(452)	(350)
每股红利	0.04	0.04	0.00	0.00	0.00	其它	6	(7)	(0)	1	(0)
每股净资产	14.73	14.51	14.65	15.10	15.96	<b>经营活动现金流</b>	<b>(936)</b>	<b>(2495)</b>	<b>(168)</b>	<b>101</b>	<b>489</b>
ROIC	-8.33%	-7.16%	-2%	-0%	2%	资本开支	0	(296)	(251)	(251)	(251)
ROE	-3.34%	-5.61%	1%	3%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	60%	60%	60%	61%	61%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(248)</b>	<b>(464)</b>	<b>(351)</b>	<b>(351)</b>	<b>(351)</b>
EBIT Margin	-15%	-12%	-3%	-0%	2%	权益性融资	0	121	0	0	0
EBITDA Margin	-12%	-9%	-1%	1%	3%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	32%	40%	38%	36%	35%	支付股利、利息	(25)	(30)	0	0	0
净利润增长率	-32%	66%	-118%	217%	88%	其它融资现金流	5251	598	546	250	(138)
资产负债率	19%	27%	34%	40%	44%	<b>融资活动现金流</b>	<b>5200</b>	<b>659</b>	<b>546</b>	<b>250</b>	<b>(138)</b>
股息率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>现金净变动</b>	<b>4016</b>	<b>(2300)</b>	<b>27</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	(89.8)	(54.3)	309.3	97.4	51.9	货币资金的期初余额	1258	5274	2973	3000	3000
P/B	3.0	3.0	3.0	2.9	2.8	货币资金的期末余额	5274	2973	3000	3000	3000
EV/EBITDA	(65.9)	(64.2)	(381.7)	267.4	96.1	企业自由现金流	0	(2861)	(877)	(565)	(199)
						权益自由现金流	0	(2263)	(304)	(306)	(331)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032