

营收保持高速增长，经营效率显著提升

买入|维持

——奇安信-U(688561.SH)2021年年度报告点评

事件：

公司于2022年4月25日收盘后发布《2021年年度报告》、《2022年第一季度报告》。

点评：

● 营业收入增长率持续领跑行业，安全产品毛利率提升明显

2021年，公司实现营业总收入58.09亿元，同比增长39.60%，人均创收同比提升12.70%。分产品看，安全产品、安全服务、硬件及其他收入分别为38.59、7.05、12.17亿元。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，数据安全与隐私保护产品收入突破11亿元，增长率超过50%。公司继续推进“高质量发展”战略并持续收获成效，毛利率连续4年提升，2021年毛利率为60.01%，同比提升0.44pct。其中，受益于公司研发平台效能逐步展现，公司安全产品毛利率为77.02%，同比提升4.78pct。同时，公司供应链管理逐步加强，存货周转率大幅提升了31.69%。

● 剔除股份支付费用等因素的影响后，净利润减亏幅度超40%

公司选择了高研发投入且人员快速扩张的发展模式，2021年仍处于战略投入期，归母净利润为亏损5.55亿元，亏损同比增加65.91%；扣非归母净利润为亏损7.88亿元，亏损同比增加46.15%。公司2021年股份支付费用同比增加2.56亿元，2020年因疫情社保减免费用为1.79亿元，剔除上述因素后，净利润同比亏损大幅收窄，减亏幅度超40%。回款方面，公司实现销售回款45.14亿元，同比增长23.38%。费用方面，公司进一步提升经营效率，扣除股份支付费用以后，在持续加大研发投入的同时，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。

● 22Q1营收保持高速增长，与三项费用增速形成明显剪刀差

2022年第一季度，公司实现营业收入6.59亿元，同比增长44.52%，归母净利润为亏损4.81亿元。费用方面，公司销售、管理、研发费用分别为4.47、1.68、4.64亿元，增速分别为18.38%、5.37%、26.97%，增速呈现放缓趋势。现金流方面，公司经营性现金流量净额为-9.69亿元，主要系一季度人员数量、薪资水平上涨导致支付给职工以及为职工支付的现金较去年同期有所增加以及支付的各项税费增加所致。

● 盈利预测与投资建议

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，成长空间较为广阔。预测公司2022-2024年营业收入为81.55、111.24、148.00亿元，归母净利润为-0.52、3.59、6.94亿元，EPS为-0.08、0.53、1.02元/股。公司目前处于亏损状态，适用PS估值法。不考虑低毛利率业务（硬件及其他）的价值，预测2022年高毛利率业务收入为66.56亿元，上市以来，公司PS主要运行在5-25倍之间，考虑到近期市场估值的变化，下调公司高毛利率业务2022年的目标PS至10倍，对应目标市值为665.60亿元，对应的目标价为97.58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：44.16元/97.58元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：123.04 / 44.16

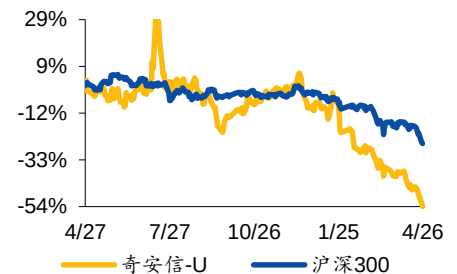
A股流通股（百万股）：458.55

A股总股本（百万股）：682.08

流通市值（百万元）：20249.78

总市值（百万元）：30120.75

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-奇安信-U(688561.SH)事件点评：

Q1营收增长超预期，新增订单同比高增》2022.03.30

《国元证券公司研究-奇安信-U(688561.SH)2021年年度业绩预告点评：营收持续高速增长，国际化打开新空间》2022.01.26

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 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4161.17	5809.08	8155.28	11123.66	14799.55
收入同比(%)	31.93	39.60	40.39	36.40	33.05
归母净利润(百万元)	-334.37	-554.75	-52.09	358.89	693.85
归母净利润同比(%)	32.44	-65.91	90.61	788.95	93.33
ROE(%)	-3.34	-5.61	-0.53	3.53	6.40
每股收益(元)(最新摊薄)	-0.49	-0.81	-0.08	0.53	1.02
市盈率(P/E)	-	-	-	83.93	43.41

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	8663.72	8296.56	9120.44	10606.21	12343.35
现金	5273.80	2973.41	2765.42	2548.73	2329.84
应收账款	1859.34	3480.16	4107.82	5362.72	6825.55
其他应收款	365.99	233.64	304.19	391.55	491.34
预付账款	23.00	66.67	85.96	107.72	133.59
存货	605.47	814.93	1053.91	1302.80	1555.37
其他流动资产	536.13	727.74	803.14	892.70	1007.66
非流动资产	3760.60	5186.36	5176.58	5157.97	5136.21
长期投资	639.53	806.63	824.37	842.36	868.65
固定资产	1281.37	1260.65	1285.97	1274.90	1227.30
无形资产	80.79	148.61	144.49	140.35	136.16
其他非流动资产	1758.91	2970.47	2921.75	2900.36	2904.09
资产总计	12424.32	13482.92	14297.02	15764.18	17479.56
流动负债	2231.82	2974.19	3905.34	4955.58	5906.35
短期借款	13.53	29.47	317.42	682.77	830.87
应付账款	1053.81	1422.58	1877.36	2436.27	3060.45
其他流动负债	1164.48	1522.14	1710.55	1836.54	2015.03
非流动负债	170.26	598.14	578.24	631.50	691.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	170.26	598.14	578.24	631.50	691.02
负债合计	2402.07	3572.33	4483.58	5587.08	6597.37
少数股东权益	14.58	14.49	13.49	20.41	33.93
股本	679.62	682.08	682.08	682.08	682.08
资本公积	11794.91	12195.89	12195.89	12195.89	12195.89
留存收益	-2498.80	-3053.55	-3105.64	-2746.75	-2052.90
归属母公司股东权益	10007.67	9896.10	9799.96	10156.70	10848.26
负债和股东权益	12424.32	13482.92	14297.02	15764.18	17479.56

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-688.56	-1301.96	-339.90	-439.29	-195.72
净利润	-340.74	-553.97	-53.09	365.81	707.38
折旧摊销	196.95	254.88	322.83	374.13	426.79
财务费用	-21.58	-16.39	-30.73	-14.48	-0.94
投资损失	-181.96	-139.11	-146.59	-153.27	-159.63
营运资金变动	-484.70	-1529.86	-419.96	-988.17	-1139.04
其他经营现金流	143.46	682.50	-12.35	-23.32	-30.28
投资活动现金流	-622.56	-806.05	-165.11	-167.55	-203.00
资本支出	298.14	249.98	242.18	265.42	284.37
长期投资	327.49	350.71	38.73	39.99	61.93
其他投资现金流	3.06	-205.36	115.80	137.86	143.30
筹资活动现金流	5325.43	-208.47	297.01	390.15	179.83
短期借款	13.53	15.94	287.95	365.34	148.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	101.94	2.47	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	5185.75	400.98	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	24.21	-627.86	9.06	24.81	31.73
现金净增加额	4014.31	-2316.48	-207.99	-216.69	-218.89

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4161.17	5809.08	8155.28	11123.66	14799.55
营业成本	1682.27	2322.89	3114.41	4080.17	5238.71
营业税金及附加	38.80	48.07	67.69	92.33	122.84
营业费用	1320.08	1761.01	2364.22	3176.92	4206.03
管理费用	526.18	652.11	886.48	1175.77	1543.59
研发费用	1228.09	1748.40	2020.64	2450.37	3072.19
财务费用	-21.58	-16.39	-30.73	-14.48	-0.94
资产减值损失	-60.68	-68.71	-79.87	-87.65	-98.42
公允价值变动收益	38.10	31.04	35.48	33.87	31.26
投资净收益	181.96	139.11	146.59	153.27	159.63
营业利润	-326.29	-556.06	-43.94	377.69	721.29
营业外收入	1.14	10.96	1.32	1.46	1.63
营业外支出	17.85	9.52	10.82	10.98	11.06
利润总额	-343.01	-554.61	-53.44	368.17	711.86
所得税	-2.27	-0.64	-0.35	2.36	4.48
净利润	-340.74	-553.97	-53.09	365.81	707.38
少数股东损益	-6.37	0.78	-1.00	6.92	13.53
归属母公司净利润	-334.37	-554.75	-52.09	358.89	693.85
EBITDA	-150.91	-317.57	248.16	737.34	1147.14
EPS (元)	-0.49	-0.81	-0.08	0.53	1.02

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	31.93	39.60	40.39	36.40	33.05
营业利润(%)	39.07	-70.42	92.10	959.58	90.98
归属母公司净利润(%)	32.44	-65.91	90.61	788.95	93.33
获利能力					
毛利率(%)	59.57	60.01	61.81	63.32	64.60
净利率(%)	-8.04	-9.55	-0.64	3.23	4.69
ROE(%)	-3.34	-5.61	-0.53	3.53	6.40
ROIC(%)	-8.99	-10.32	-1.26	5.29	9.10
偿债能力					
资产负债率(%)	19.33	26.50	31.36	35.44	37.74
净负债比率(%)	0.56	3.83	9.98	14.77	15.25
流动比率	3.88	2.79	2.34	2.14	2.09
速动比率	3.60	2.52	2.07	1.88	1.83
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.45	0.59	0.74	0.89
应收账款周转率	2.49	2.10	2.15	2.35	2.43
应付账款周转率	1.76	1.88	1.89	1.89	1.91
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.49	-0.81	-0.08	0.53	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.01	-1.91	-0.50	-0.64	-0.29
每股净资产(最新摊薄)	14.67	14.51	14.37	14.89	15.90
估值比率					
P/E	-90.08	-54.30	-578.22	83.93	43.41
P/B	3.01	3.04	3.07	2.97	2.78
EV/EBITDA	-170.45	-81.00	103.65	34.89	22.42

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