

营收快速增长，各产品业务协同发展

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 全年实现营业收入 58.1 亿元, 同比增长 39.6%; 公司 2021 全年实现归母净利润-5.5 亿元, 亏损较上年同比增加 65.9%。
- **公司 2021 全年营收增幅较大, 毛利率连续 4 年保持增长态势。** 1) 从营收端来看, 2021 年公司营收同比增长 39.6%, 主要系公司网络安全主管部门新思想驱动政企客户需求转变, 公司内生安全技术理念和新赛道安全产品促进各行业客户收入高速增长, 新赛道产品竞争力增强。2) 从利润端来看, 2021 年公司归母净利润未实现盈利, 亏损同比上升 65.9%, 主要系公司仍处于战略投入期, 研发投入高、周期长, 且研发人员快速扩张, 研发费用较高。公司毛利率为 60%, 与去年同期基本持平。3) 从费用端来看, 2021 年公司销售、管理、研发费用率分别为 30.3%、11.2%和 30.1%, 其中研发费用同比增长 42.4%, 主要系公司研发人员数量和薪资水平上涨导致研发费用变动较大。
- **新赛道产品优势凸显, 持续领跑全行业。** 公司新赛道产品收入占安全产品及服务的收入比例超 70%, 其中数据安全与隐私保护产品收入增速超 50%; 态势感知产品收入近 12 亿元, 同比增长超 30%; 终端安全产品收入同比增长超 30%, 市占率连续 4 年全国第一。受冬奥会场景实战化影响, 公司实现终端安全产品与云端、网关类、平台类产品深度协同联动, 大禹平台投入期提前完成, 即将进入量产阶段, 量产后将大幅提升产品研发效率, 加速产品更新迭代进程。
- **各行业客户收入快速增长, 海外市场实现重大突破。** 2021 年公司在运营商、金融、能源、医疗等关键信息基础设施行业客户及政府客户收入增长迅猛, 其中政府行业客户收入占主营业务比例超 29%, 增速超 42%, 公检法司客户收入增长超 45%, 运营商行业增长率超 66%。公司新赛道核心产品国际竞争力增强, 产品特性更符合海外用户特点, 预计未来海外市场增长空间广阔。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年营业收入分别为 82.8 亿元、117.7 亿元、166.4 亿元, 未来三年营业收入将达到 42.0%的复合增长率。考虑到政策推动行业发展, 网络安全行业高景气, 公司作为网络安全领域的领先企业, 大力投入技术研发和客户拓展, 预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 客户拓展不及预期、研发项目不及预期等风险。

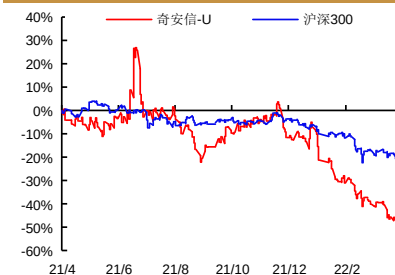
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5809.08	8284.07	11765.11	16638.22
增长率	39.60%	42.61%	42.02%	41.42%
归属母公司净利润(百万元)	-554.75	8.77	258.66	541.72
增长率	-65.91%	101.58%	2850.99%	109.44%
每股收益EPS(元)	-0.81	0.01	0.38	0.79
净资产收益率 ROE	-5.59%	0.09%	2.62%	5.19%
PE	-53	3341	113	54
PB	2.96	2.96	2.89	2.75

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
邮箱: wxj@swsc.com.cn
联系人: 叶泽佑
电话: 13524424436
邮箱: yezey@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	6.82
流通 A 股(亿股)	4.59
52 周内股价区间(元)	42.55-130.29
总市值(亿元)	292.82
总资产(亿元)	134.83
每股净资产(元)	14.53

相关研究

1. 奇安信-U (688561): 营收保持高速增长, 新赛道产品持续发力(2021-08-12)
2. 奇安信-U (688561): 新兴网安龙头企业, 产品业务布局广泛 (2021-07-30)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司具有丰富的网络安全产品体系，网络安全产品包括终端安全、边界安全、数据安全、实战型态势感知四大类，产品线覆盖了网络安全领域几乎全部一类安全领域和大部分二级细分领域，并在零信任身份安全、代码开发安全、工业互联网安全、智能网联车安全、大数据安全隐私保护及安全教育等多个创新赛道积极布局。公司产品技术实力突出，将充分受益于行业发展，预计公司网络安全产品订单量将大幅增长。我们预计公司 2022 年-2024 年网络安全产品的订单量增速为 40%、40%、39%；

假设 2：公司网络安全服务业务主要为客户提供技术、咨询及安全保障等服务，包括安全咨询与规划、评估与测试、分析与响应、订阅式威胁情报与远程托管式安全运营等，随着公司网络安全业务持续发展，预计公司网络安全服务订单量将保持稳定增长。我们预计公司 2022 年-2024 年网络安全服务的订单量增速为 10%、10%、9%；

假设 3：硬件及其他业务系公司在为客户提供体系化网络安全解决方案的过程中涉及到的政企客户信息化配套改造类项目，基于客户需求为客户外采第三方硬件产品并销售给客户的产品及运营服务等业务。随着政企单位信息化改造以及新基建建设进程加快，公司硬件及其他业务需求增加，预计公司硬件及其他业务订单量将大幅增长。我们预计公司 2022 年-2024 年硬件及其他业务订单量增速为 68%、57%、53%；

假设 4：公司其他业务规模较小，非主要收入来源，预计保持稳定增长，我们预计公司 2022 年-2024 年其他业务订单量增速为 173%、121%、97%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及增速

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
网络安全产品	收入	3858.6	5392.1	7535.0	10461.6
	增速	37%	40%	40%	39%
	毛利率	77%	78%	78%	78%
网络安全服务	收入	705.3	777.1	856.1	934.2
	增速	9%	10%	10%	9%
	毛利率	60%	62%	62%	62%
硬件及其他	收入	1217.1	2039.1	3205.2	4910.0
	增速	78%	68%	57%	53%
	毛利率	6%	7%	7%	7%
其他业务	收入	28.0	75.8	168.8	332.4
	增速	265%	171%	123%	97%
	毛利率	66%	66%	66%	66%
合计	收入	5809.1	8284.1	11765.1	16638.2
	增速	39.6%	42.6%	42.0%	41.4%
	毛利率	60.01%	59.31%	57.72%	56.31%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

综合考虑业务范围，选取亚信安全、安恒信息、深信服 3 家上市公司作为可比公司进行估值比较，2022 年 3 家可比公司平均 PS 为 3.7 倍。随着政策推动下游需求增加，行业整体估值将有所提升。公司新赛道核心产品国际竞争力增强，行业客户拓展成效显著，预计估值将高于行业平均水平。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	营业收入（亿元）				PS（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688225.SH	亚信安全	20.05	16.67	22.16	29.53	--	4.81	3.62	2.72	--
688023.SH	安恒信息	110.78	18.2	25.53	34.97	44.84	4.78	3.41	2.49	1.94
300454.SZ	深信服	84.78	68.05	89.39	111.62	149.06	5.18	3.94	3.16	2.36
平均值							4.92	3.66	2.79	2.15

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2022-2024 年营业收入分别为 82.8 亿元、117.7 亿元、166.4 亿元，未来三年营业收入将达到 42.0% 的复合增长率。考虑到政策推动行业发展，网络安全行业高景气，公司作为网络安全领域的领先企业，大力投入技术产品研发和客户拓展，预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5809.08	8284.07	11765.11	16638.22	净利润	-553.97	9.08	266.00	554.47
营业成本	2322.89	3370.55	4974.20	7269.32	折旧与摊销	254.88	70.85	70.85	70.85
营业税金及附加	48.07	74.40	103.56	145.98	财务费用	-16.39	26.00	36.92	52.22
销售费用	1761.01	2511.30	3566.57	5043.85	资产减值损失	-68.71	0.00	-3.25	0.75
管理费用	652.11	929.95	1320.72	1867.76	经营营运资本变动	-1207.61	-881.52	-1374.35	-1675.44
财务费用	-16.39	26.00	36.92	52.22	其他	289.84	-22.97	-33.37	-29.98
资产减值损失	-68.71	0.00	-3.25	0.75	经营活动现金流净额	-1301.96	-798.57	-1037.19	-1027.14
投资收益	139.11	0.00	2.56	0.00	资本支出	-204.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	31.04	28.22	30.81	29.98	其他	-602.05	28.22	33.37	29.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-806.05	28.22	33.37	29.98
营业利润	-556.06	20.48	301.15	616.20	短期借款	15.94	-29.47	194.36	1569.02
其他非经营损益	1.45	-10.61	-12.02	-13.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-554.61	9.87	289.13	602.68	股权融资	403.45	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.64	0.79	23.13	48.21	支付股利	0.00	55.47	-1.02	-32.33
净利润	-553.97	9.08	266.00	554.47	其他	-627.86	-205.16	-36.92	-52.22
少数股东损益	0.78	0.31	7.35	12.75	筹资活动现金流净额	-208.47	-179.15	156.42	1484.47
归属母公司股东净利润	-554.75	8.77	258.66	541.72	现金流量净额	-2316.48	-949.50	-847.40	487.31
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2973.41	2023.91	1176.51	1663.82	成长能力				
应收和预付款项	3897.38	5358.98	7748.13	10838.93	销售收入增长率	39.60%	42.61%	42.02%	41.42%
存货	814.93	1177.23	1743.08	2547.52	营业利润增长率	-70.42%	103.68%	1370.80%	104.61%
其他流动资产	610.83	374.47	531.82	752.10	净利润增长率	-62.58%	101.64%	2830.06%	108.44%
长期股权投资	806.63	806.63	806.63	806.63	EBITDA 增长率	-110.43%	136.94%	248.55%	80.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1310.29	1253.56	1196.83	1140.10	毛利率	60.01%	59.31%	57.72%	56.31%
无形资产和开发支出	1732.78	1718.66	1704.54	1690.43	三费率	41.26%	41.85%	41.85%	41.85%
其他非流动资产	1336.66	1336.66	1336.66	1336.66	净利率	-9.54%	0.11%	2.26%	3.33%
资产总计	13482.92	14050.10	16244.20	20776.19	ROE	-5.59%	0.09%	2.62%	5.19%
短期借款	29.47	0.00	194.36	1763.38	ROA	-4.11%	0.06%	1.64%	2.67%
应付和预收款项	2283.64	3108.82	4634.38	6775.82	ROIC	-11.96%	0.71%	4.21%	6.64%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-5.47%	1.42%	3.48%	4.44%
其他负债	1259.22	1037.82	1247.02	1546.42	营运能力				
负债合计	3572.33	4146.64	6075.77	10085.62	总资产周转率	0.45	0.60	0.78	0.90
股本	682.08	682.08	682.08	682.08	固定资产周转率	4.57	6.72	10.01	14.87
资本公积	12195.89	12195.89	12195.89	12195.89	应收账款周转率	2.18	2.07	2.10	2.08
留存收益	-3053.55	-2989.31	-2731.68	-2222.29	存货周转率	3.23	3.37	3.40	3.38
归属母公司股东权益	9896.10	9888.66	10146.29	10655.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.71%	—	—	—
少数股东权益	14.49	14.80	22.14	34.89	资本结构				
股东权益合计	9910.59	9903.46	10168.44	10690.57	资产负债率	26.50%	29.51%	37.40%	48.54%
负债和股东权益合计	13482.92	14050.10	16244.20	20776.19	带息债务/总负债	0.82%	0.00%	3.20%	17.48%
					流动比率	2.79	2.52	2.04	1.67
					速动比率	2.52	2.19	1.73	1.40
					股利支付率	0.00%	-632.91%	0.40%	5.97%
					每股指标				
					每股收益	-0.81	0.01	0.38	0.79
					每股净资产	14.51	14.50	14.88	15.62
					每股经营现金	-1.91	-1.17	-1.52	-1.51
					每股股利	0.00	-0.08	0.00	0.05
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	-317.57	117.32	408.92	739.26					
PE	-52.78	3340.73	113.21	54.05					
PB	2.96	2.96	2.89	2.75					
PS	5.04	3.53	2.49	1.76					
EV/EBITDA	-79.07	220.94	65.94	37.94					
股息率	0.00%	—	0.00%	0.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn