

奇安信-U (688561.SH)

盈利逐步改善，企业级市场稳健增长

买入

核心观点

23年收入增长放缓，盈利逐步改善。公司发布2023年报，全年实现营收64.42亿元(+3.53%)，归母净利润0.72亿元(+24.50%)，扣非归母净利润-0.97亿元(+68.43%)。单Q4来看，公司收入27.56亿元(-9.07%)，归母净利润12.95亿元(+9.46%)，扣非归母净利润12.09亿元(+14.25%)。受23年宏观经济影响，部分地方政府客户预算紧张，部分行业客户采购流程有所变长，一定程度影响了公司全年收入增速。2024年一季度，公司收入7.05亿元(-23.82%)，归母净利润-4.80亿元(+9.97%)，扣非归母净利润-5.24亿元(+17.29%)。一季度收入下滑主要系23年同期订单和收入递延导致的高基数影响，同时24Q1公司毛利率提升较多，收入质量显著提升。

重点产品表现强势，海外业务取得突破。分产品来看，公司安全产品收入47.40亿元(+4.67%)，安全服务收入7.79亿元(-5.71%)，硬件及其他收入8.96亿元(+4.51%)。其中数据安全增长超20%；终端安全增速接近20%。公司最新的市场份额达到9.83%，领先行业。同时，公司签下中国网络安全出海最大一单，为海外某国建设网安指挥系统，金额近3亿元人民币。

企业级客户是公司增长引擎，大客户和续费率表现优异。2023年企业级客户、政府客户、公检法司分别占主营业务收入比：73.14%、18.34%、8.52%。其中企业级客户收入增速超17%，关基行业客户营收增长尤为显著：能源、金融和运营商三大行业营收占比超过30%；能源及运营商行业收入同比增长超过15%，特种行业收入同比增长超过20%。另一方面，公司在大客户领域拓展持续进步，百万级以上客户创收增速接近10%，占营收比重由前一年的76.60%增长至80.20%。新老客户关系健康发展，2023年公司客户复购率近40%，新客户单客产出较去年同期提升了34%。

AI安全发展可期，探索网络安全保险新业务。24年3月，公司新版本的QAX-GPT安全机器人面向全行业正式发售，研判能力已接近中级安全专家水平，安全事件平均调查响应时间也从小时级缩短至分钟级，有望大幅提升安全运营效率。技术赋能下，公司联合国内头部保险公司、保险科技公司共同推出“零事故”网络安全保障险，网络安全保险市场开始崛起。

风险提示：宏观经济影响IT支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。由于经济复苏节奏影响，我们下修盈利。预计2024-2026年归母净利润为1.82/3.34/6.14亿元（原预测24-25年为5.63/8.56亿元），对应当前PE为116/63/35倍。考虑到公司加大提效降本力度，AI安全及创新业务发展可期，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,223	6,442	7,035	7,849	8,898
(+/-%)	7.1%	3.5%	9.2%	11.6%	13.4%
净利润(百万元)	57	72	182	334	614
(+/-%)	-110.3%	25.9%	154.2%	83.3%	83.5%
每股收益(元)	0.08	0.10	0.27	0.49	0.90
EBIT Margin	-5.0%	2.9%	1.6%	3.2%	5.9%
净资产收益率(ROE)	0.6%	0.7%	1.8%	3.2%	5.7%
市盈率(PE)	371.3	295.0	116.0	63.3	34.5
EV/EBITDA	-291.7	69.5	108.4	67.3	39.7
市净率(PB)	2.13	2.08	2.06	2.02	1.96

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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

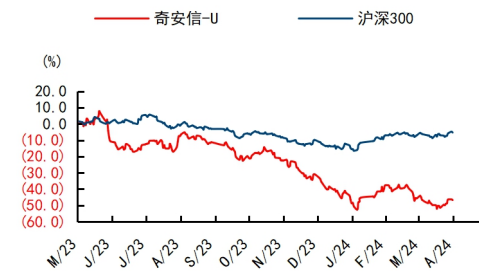
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	30.90元
总市值/流通市值	21172/15761百万元
52周最高价/最低价	63.21/25.90元
近3个月日均成交额	116.91百万元

市场走势



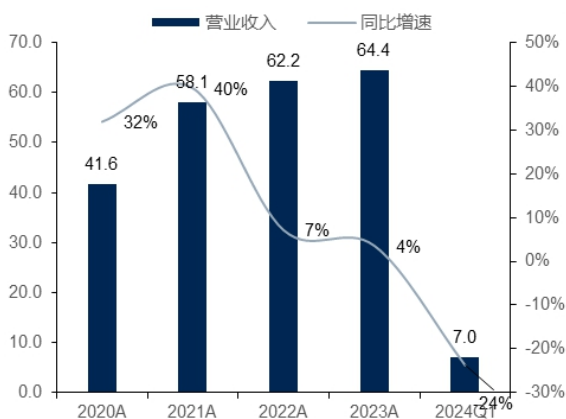
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《奇安信-U (688561.SH) -23H1 收入增长 26%，AI+安全已成功落地》——2023-09-01
- 《奇安信-U (688561.SH) -一季度收入增长超 40%，关基行业是增长动力》——2023-04-28
- 《奇安信-U (688561.SH) ——2022 三季报点评-费用控制收效显著，大客户拉动收入增长》——2022-11-06
- 《奇安信-U (688561.SH) ——2022 中报点评-收入保持较快增长，关基市场表现突出》——2022-08-18

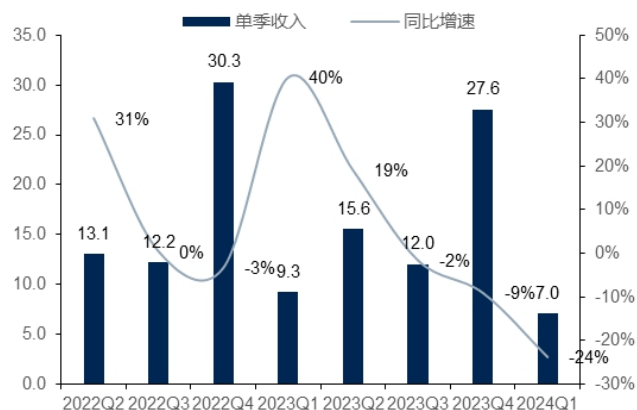
公司发布 2023 年报，全年实现营收 64.42 亿元 (+3.53%)，归母净利润 0.72 亿元 (+24.50%)，扣非归母净利润-0.97 亿元 (+68.43%)。单 Q4 来看，公司收入 27.56 亿元 (-9.07%)，归母净利润 12.95 亿元 (+9.46%)，扣非归母净利润 12.09 亿元 (+14.25%)。受 23 年宏观经济影响，部分地方政府客户预算紧张，部分行业客户采购流程有所变长，一定程度影响了公司全年收入增速。2024 年一季度，公司收入 7.05 亿元 (-23.82%)，归母净利润-4.80 亿元 (+9.97%)，扣非归母净利润-5.24 亿元 (+17.29%)。一季度收入下滑主要系 23 年同期订单和收入递延导致的高基数影响，同时 24Q1 公司毛利率提升较多，收入质量显著提升。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



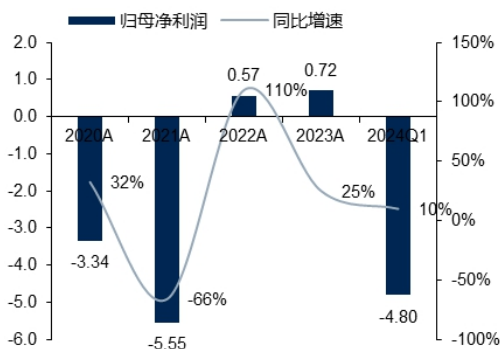
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



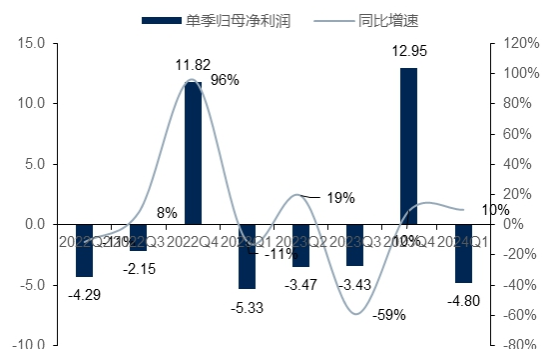
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

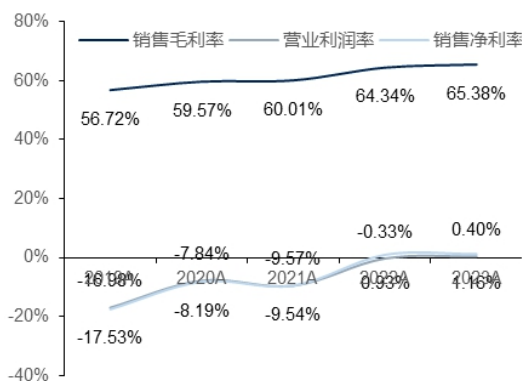
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

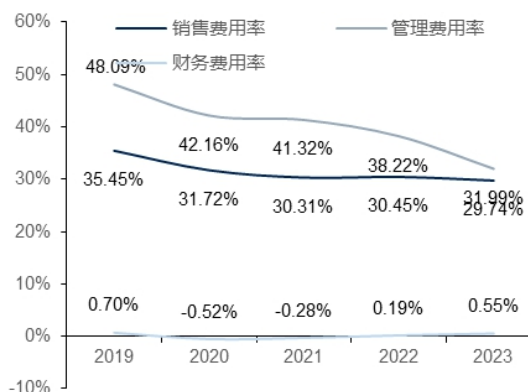
调整经营策略，销售回款与毛利成为重点考核指标。公司 2023 年毛利率、人均创收、费用控制等均优于去年同期，经营性现金流净额较去年同期显著提升。如销售、管理和研发费用率分别下降 0.70、2.06、4.17 个百分点。

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

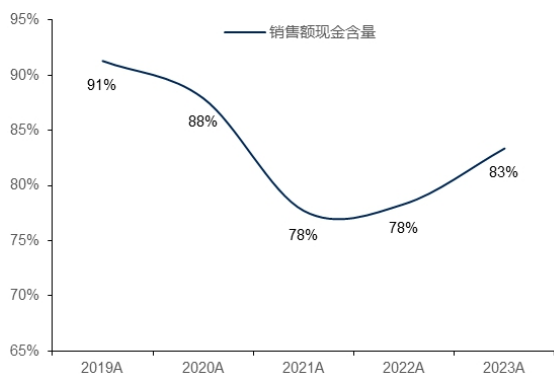
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包括研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

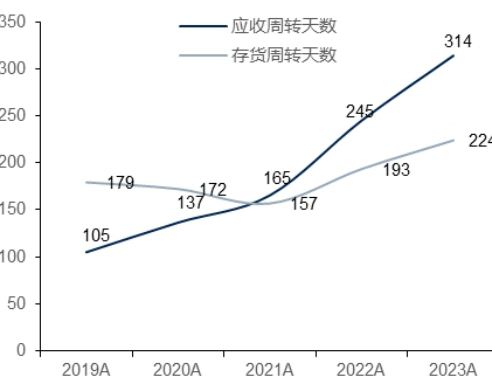
公司近年来销售商品及劳务收现有所好转, 经营活动现金净流量一直为负, 但是 23 年的现金流量净额较去年同期增加 4.83 亿元。公司应收账款、存货均有所增长。

图7: 公司经营现金情况



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

盈利预测: 由于经济复苏节奏影响, 各 IT 产业在 2023 年整体需求承压, 因此我们下修了原盈利预测。公司核心为三块业务: 网络安全产品、网络安全服务、硬件及其他业务。

1) 网络安全产品: 随着公司在国内市场份额持续提升, 公司在品牌影响力、销售团队、客户关系等多方面均渐入佳境。公司多项产品保持行业第一水平, AI 安全产品有望成为行业新的增长点。预期 24-26 年收入增速约 10%、13%、15%, 毛利率保持稳定。

2) 网络安全服务: AI 赋能下, 公司安全运营服务有望效率提升。全球安全服务化趋势下, 预期市场将恢复增长。预期 24-26 年收入增速约 8%、10%、12%, 毛利率保持稳定。

3) 硬件及其他: 硬件业务主要是以第三方服务器、集成等为主, 毛利率较低。主

要随着公司解决方案等配套销售，随着行业逐步复苏，预期 24-26 年收入增速约 6%、5%、5%，毛利率保持稳定。

表1: 公司业务拆分

	2022-A	2023-A	2024E	2025E	2026E
网络安全产品	45.28	47.40	52.14	58.92	67.76
毛利率	78.07%	78.74%	78.50%	78.50%	78.50%
yoy	17.33%	4.69%	10%	13%	15%
网络安全服务	8.26	7.79	8.41	9.25	10.37
毛利率	50.82%	53.29%	53.00%	53.00%	53.00%
yoy	17.14%	-5.70%	8%	10%	12%
硬件及其他	8.58	8.96	9.50	9.97	10.47
毛利率	4.83%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
yoy	-29.58%	4.50%	6.00%	5%	5%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 70.35/78.49/88.98 亿元，同比增长 9.2%、11.6%、13.4%。归母净利润 1.82/3.34/6.14 亿元，每股收益分别为 0.27/0.49/0.90 元。

表2: 公司未来 3 年盈利预测

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6223	6442	7035	7849	8898
营业成本	2219	2230	2434	2666	2958
销售费用	1895	1916	2040	2237	2492
管理费用	684	576	638	672	716
研发费用	1694	1486	1759	1962	2136
财务费用	12	35	39	15	12
营业利润	(20)	26	221	406	746
利润总额	(23)	18	222	407	747
归属于母公司净利润	57	72	182	334	614
EPS	0.08	0.10	0.27	0.49	0.90
ROE	0.6%	0.7%	1.8%	3.2%	5.7%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：维持“买入”评级。由于经济复苏节奏影响，我们下修盈利。预计 2024-2026 年归母净利润为 1.82/3.34/6.14 亿元（原预测 24-25 年为 5.63/8.56 亿元），对应当前 PE 为 116/63/35 倍。考虑到公司加大提效降本力度，AI 安全及创新业务发展可期，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1409	2062	1200	1200	1200	营业收入	6223	6442	7035	7849	8898
应收款项	5354	6622	6745	7096	7801	营业成本	2219	2230	2434	2666	2958
存货净额	809	868	905	992	1102	营业税金及附加	42	50	55	61	70
其他流动资产	653	978	1068	1192	1351	销售费用	1895	1916	2040	2237	2492
流动资产合计	8225	10529	9918	10480	11454	管理费用	684	576	638	672	716
固定资产	1276	1200	1123	1036	984	研发费用	1694	1486	1759	1962	2136
无形资产及其他	140	110	107	103	100	财务费用	12	35	39	15	12
投资性房地产	3024	3346	3346	3346	3346	投资收益	269	21	30	30	30
长期股权投资	1095	1080	1100	1120	1140	资产减值及公允价值变动	89	134	(150)	(150)	(100)
资产总计	13759	16265	15594	16084	17024	其他收入	(1750)	(1764)	(1489)	(1672)	(1836)
短期借款及交易性金融负债	352	1886	677	537	553	营业利润	(20)	26	221	406	746
应付款项	1536	2010	2236	2452	2725	营业外净收支	(2)	(8)	1	1	1
其他流动负债	1354	1507	1661	1812	2006	利润总额	(23)	18	222	407	747
流动负债合计	3241	5403	4574	4801	5283	所得税费用	(80)	(57)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	100	100	100	100	少数股东损益	1	3	40	73	133
其他长期负债	548	581	611	641	671	归属于母公司净利润	57	72	182	334	614
长期负债合计	548	681	711	741	771	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3789	6084	5285	5542	6054	净利润	57	72	182	334	614
少数股东权益	16	19	42	84	160	资产减值准备	(55)	27	(3)	(4)	(2)
股东权益	9953	10163	10267	10459	10810	折旧摊销	226	208	134	146	158
负债和股东权益总计	13759	16265	15594	16084	17024	公允价值变动损失	(89)	(134)	150	150	100
关键财务与估值指标						财务费用	12	35	39	15	12
每股收益	0.08	0.10	0.27	0.49	0.90	营运资本变动	(1648)	(1287)	157	(169)	(480)
每股红利	0.02	0.04	0.11	0.21	0.38	其它	55	(25)	26	46	78
每股净资产	14.53	14.84	14.99	15.27	15.78	经营活动现金流	(1454)	(1140)	647	503	468
ROIC	7.66%	8.08%	1%	2%	5%	资本开支	0	(246)	(201)	(201)	(201)
ROE	0.57%	0.71%	2%	3%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	64%	65%	65%	66%	67%	投资活动现金流	(288)	(231)	(221)	(221)	(221)
EBIT Margin	-5%	3%	2%	3%	6%	权益性融资	0	151	0	0	0
EBITDA Margin	-1%	6%	3%	5%	8%	负债净变化	0	100	0	0	0
收入增长	7%	4%	9%	12%	13%	支付股利、利息	(17)	(31)	(78)	(143)	(262)
净利润增长率	-110%	26%	154%	83%	83%	其它融资现金流	211	1734	(1210)	(139)	15
资产负债率	28%	38%	34%	35%	37%	融资活动现金流	178	2024	(1288)	(282)	(247)
股息率	0.1%	0.1%	0.4%	0.7%	1.2%	现金净变动	(1565)	653	(862)	0	0
P/E	371.3	295.0	116.0	63.3	34.5	货币资金的期初余额	2973	1409	2062	1200	1200
P/B	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	货币资金的期末余额	1409	2062	1200	1200	1200
EV/EBITDA	(291.7)	69.5	108.4	67.3	39.7	企业自由现金流	0	(553)	200	27	5
						权益自由现金流	0	1282	(1048)	(127)	8

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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