

奇安信（688561）/计算机

证券研究报告/公司点评

2024年9月5日

评级：增持（下调）

市场价格：21.00

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

Email: wenxc@zts.com.cn

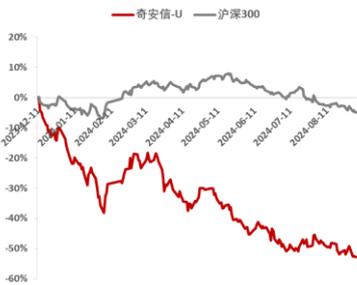
分析师：苏仪

执业证书编号：S0740520060001

Email: suyi@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股) | 685.17 |
| 流通股本(百万股) | 510.06 |
| 市价(元) | 21.00 |
| 市值(百万元) | 14388.62 |
| 流通市值(百万元) | 10711.23 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 《奇安信-U（688561）：收入高增，毛利率提升，“高质量发展”战略成果显著》

2 《奇安信-U（688561）：“高质量发展”：新赛道产品涨势强劲，结构再升级》

公司盈利预测及估值

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6,223 | 6,442 | 6,643 | 7,324 | 8,291 |
| 增长率 yoy% | 7% | 4% | 3% | 10% | 13% |
| 净利润 | 57 | 72 | 137 | 292 | 500 |
| 增长率 yoy% | 110% | 26% | 92% | 112% | 71% |
| 每股收益(元) | 0.08 | 0.10 | 0.20 | 0.43 | 0.73 |
| 每股现金流量 | -1.84 | -1.14 | -0.29 | 0.21 | -0.02 |
| 净资产收益率 | 1% | 1% | 1% | 3% | 5% |
| P/E | 252.4 | 200.5 | 104.7 | 49.3 | 28.8 |
| P/B | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |

备注：股价为2024年9月4日收盘价

投资要点

- 投资事件：**公司发布2024年半年报：2024年上半年公司营业收入17.83亿元，同比下降28.17%；归母净利润-8.20亿元，亏损同比收窄6.78%；扣非归母净利润-8.54亿元，亏损较上年同期收窄12.78%。2024年单Q2公司营业收入10.78亿元，同比下降30.76%；归母净利润-3.40亿元，亏损同比收窄1.87%；扣非归母净利润-3.30亿元，亏损同比收窄4.54%。
- 营收同比下降，公司聚焦核心优质客户。**2024年上半年公司营业收入17.83亿元，同比下降28.17%；单Q2公司营业收入10.78亿元，同比下降30.76%。从行业结构上看，企业级客户继续成为2024上半年收入贡献的主要来源，企业级客户、政府客户、公检法司分别占主营业务收入比为80.81%、13.35%、5.84%。企业级客户中，从收入的体量分布上看，百万级以上客户创收占营收比重超过70%，百万级以上客户单体创收增速接近38%，其中五百万级以上客户创收占营收比重超过50%。收入的区域结构方面，港澳地区同比增长504.08%，重庆同比增长99.99%，河北同比增长38.67%，浙江同比增长25.15%，新疆同比增长19.22%，北京同比增长3.50%。
- 公司从侧重规模转向侧重质量，重视回款。**2024年上半年公司归母净利润-8.20亿元，亏损同比收窄6.78%；扣非归母净利润-8.54亿元，亏损较上年同期收窄12.78%。2024年上半年公司销售回款18.38亿元，同比增长2.48%；经营性现金流净额-8.26亿元，同比增加5.73亿元，同比增长40.97%；三费金额同比下降27.67%。公司以高质量发展为目标，坚持以销售回款与毛利作为核心考核指标不动摇，实现了销售回款和净利润的双增长，经营性现金流净额显著优于去年同期，三费金额同比进一步下降。2024年上半年公司销售费用/管理费用/研发费用分别为8.10/2.62/7.15亿元，同比下降31.42%/18.61%/26.11%。
- 成立“特区”联动作战，进一步推动海外布局。**据CIAA发布的《2023年中国网络安全市场与企业竞争力分析报告》中，公司连续三年蝉联“中国网安产业竞争力50强”第一，市占率进一步提升至9.83%。针对一些特定省份中的客户特点，公司在当地打通并融合了军团、区域和渠道这三大营销组织角色，先后成立江苏、浙江、陕西、新疆等“特区”。在特定省份中，打造营销体系的“一盘棋”，加强行业与区域间的协同、直销与渠道间的协同，提升资源的联动效率。海外市场方面，上半年公司以国际研发中心和国际业务总部香港作为桥头堡，加快了在印尼、阿曼、埃及等国家的业务布局进度。
- 投资建议：**由于经济恢复不及预期，公司战略有所调整，我们下调盈利预测，预计2024-2026年公司收入为66.43/73.24/82.91亿元（调整前2024-2025年预测值为公司收

入 103.41/131.53 亿元；归母净利润 1.37/2.92/5.00 亿元（调整前 2024-2025 年预测值为 4.64/7.71 亿元）。公司 2024/2025/2026 年 EPS 分别为 0.20/0.43/0.73 元（调整前 2024-2025 预测值为 0.68/1.13 元）。考虑到公司核心产品线持续领跑行业，给予“增持”评级。

- **风险提示：**政策落地缓慢，疫情影响原材料成本及项目交付，公司业务进展不及预期，市场竞争加剧，尚未盈利的风险，业绩大幅下滑或亏损的风险

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 2,062 | 1,329 | 1,318 | 1,244 | 营业收入 | 6,442 | 6,643 | 7,324 | 8,291 |
| 应收票据 | 146 | 66 | 59 | 66 | 营业成本 | 2,230 | 2,213 | 2,357 | 2,562 |
| 应收账款 | 6,252 | 6,164 | 6,427 | 6,865 | 税金及附加 | 50 | 53 | 59 | 66 |
| 预付账款 | 34 | 66 | 71 | 77 | 销售费用 | 1,916 | 2,013 | 2,190 | 2,396 |
| 存货 | 868 | 752 | 778 | 820 | 管理费用 | 576 | 611 | 637 | 680 |
| 合同资产 | 685 | 399 | 439 | 497 | 研发费用 | 1,486 | 1,634 | 1,824 | 2,106 |
| 其他流动资产 | 1,168 | 930 | 1,025 | 1,161 | 财务费用 | 35 | 60 | 51 | 49 |
| 流动资产合计 | 10,529 | 9,308 | 9,677 | 10,232 | 信用减值损失 | -449 | -350 | -300 | -250 |
| 其他长期投资 | 7 | 7 | 8 | 9 | 资产减值损失 | -41 | -75 | -85 | -95 |
| 长期股权投资 | 1,080 | 806 | 806 | 806 | 公允价值变动收益 | 93 | 31 | 31 | 31 |
| 固定资产 | 1,200 | 1,044 | 908 | 790 | 投资收益 | 21 | 190 | 195 | 200 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收益 | 251 | 280 | 250 | 200 |
| 无形资产 | 110 | 148 | 162 | 174 | 营业利润 | 26 | 135 | 299 | 518 |
| 其他非流动资产 | 3,339 | 3,194 | 3,231 | 3,260 | 营业外收入 | 1 | 11 | 11 | 11 |
| 非流动资产合计 | 5,736 | 5,199 | 5,115 | 5,039 | 营业外支出 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 资产合计 | 16,265 | 14,508 | 14,792 | 15,272 | 利润总额 | 18 | 137 | 301 | 520 |
| 短期借款 | 1,760 | 1,438 | 1,353 | 1,351 | 所得税 | -57 | 0 | 9 | 21 |
| 应付票据 | 49 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 75 | 137 | 292 | 499 |
| 应付账款 | 1,961 | 1,328 | 1,421 | 1,552 | 少数股东损益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 72 | 137 | 292 | 500 |
| 合同负债 | 332 | 286 | 322 | 373 | NOPLAT | 224 | 197 | 341 | 547 |
| 其他应付款 | 331 | 300 | 300 | 300 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.10 | 0.20 | 0.43 | 0.73 |
| 一年内到期的非流动负债 | 127 | 107 | 107 | 107 | | | | | |
| 其他流动负债 | 843 | 633 | 719 | 656 | | | | | |
| 流动负债合计 | 5,403 | 4,093 | 4,222 | 4,340 | | | | | |
| 长期借款 | 100 | 100 | 100 | 100 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 581 | 198 | 198 | 198 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 681 | 298 | 298 | 298 | | | | | |
| 负债合计 | 6,084 | 4,390 | 4,520 | 4,638 | | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 10,163 | 10,098 | 10,253 | 10,616 | | | | | |
| 少数股东权益 | 19 | 19 | 19 | 18 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 10,182 | 10,117 | 10,272 | 10,634 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 16,265 | 14,508 | 14,792 | 15,272 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | -778 | -199 | 140 | -14 |
| 现金收益 | 379 | 393 | 531 | 729 |
| 存货影响 | -59 | 115 | -25 | -42 |
| 经营性应收影响 | -1,208 | 210 | -174 | -357 |
| 经营性应付影响 | 505 | -713 | 93 | 131 |
| 其他影响 | -396 | -204 | -285 | -474 |
| 投资活动现金流 | -185 | 377 | 123 | 127 |
| 资本支出 | -164 | -77 | -67 | -74 |
| 股权投资 | 15 | 274 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | -35 | 180 | 190 | 201 |
| 融资活动现金流 | 1,568 | -911 | -273 | -188 |
| 借款增加 | 1,635 | -340 | -86 | -2 |
| 股利及利息支付 | -31 | -36 | 11 | 65 |
| 股东融资 | 151 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -188 | -535 | -199 | -251 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|---------|--------|--------|-------|
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 3.5% | 3.1% | 10.2% | 13.2% |
| EBIT增长率 | -580.2% | 270.2% | 77.9% | 62.1% |
| 归母公司净利润增长率 | 25.9% | 91.5% | 112.4% | 71.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 65.4% | 66.7% | 67.8% | 69.1% |
| 净利率 | 1.2% | 2.1% | 4.0% | 6.0% |
| ROE | 0.7% | 1.4% | 2.8% | 4.7% |
| ROIC | 0.7% | 2.4% | 4.3% | 6.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 37.4% | 30.3% | 30.6% | 30.4% |
| 债务权益比 | 25.2% | 18.2% | 17.1% | 16.5% |
| 流动比率 | 1.9 | 2.3 | 2.3 | 2.4 |
| 速动比率 | 1.8 | 2.1 | 2.1 | 2.2 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转天数 | 314 | 336 | 309 | 289 |
| 应付账款周转天数 | 280 | 268 | 210 | 209 |
| 存货周转天数 | 135 | 132 | 117 | 112 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.10 | 0.20 | 0.43 | 0.73 |
| 每股经营现金流 | -1.14 | -0.29 | 0.21 | -0.02 |
| 每股净资产 | 14.83 | 14.74 | 14.96 | 15.49 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 201 | 105 | 49 | 29 |
| P/B | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | -17 | -14 | -10 | -7 |

数据来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。