

证券研究报告

公司研究

公司点评

奇安信-U(688561.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

鲁立 计算机行业分析师

执业编号: S1500520030003

联系电话: +86 13916253156

邮箱: luli@cindasc.com

相关研究

《奇安信深度: 研发确立地位, 网安王者渐成》2020.09

《奇安信: 三季度收入超预期, 验证市场领导力》2020.10

《奇安信业绩预告: 毛利率有望改善, 疫情影响下关注 Q1 业绩》2020.01

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

奇安信业绩快报: 符合预期, “毛利率导向”效果显现

2021 年 2 月 25 日

事件: 2020 年公司实现营收 41.65 亿元, 同比增长+32.04%; 归母净利润-3.29 亿元, 亏损同比减少 33.62%。Q4 单季度营收 23.9 亿元, 同比增加 33.4%; 归母净利 6.8 亿元, 同比增长 41.0%。符合预期。

点评:

- **2020Q4 单季度来看:** 2020Q4 单季度营收 23.9 亿元, 同比增加 33.4%; 营业利润 7.0 亿元, 同比增长 37.8%; 2020 Q4 归母净利 6.8 亿元, 同比增长 41.0%。
- **营收质量提升, 新赛道产品高增长。**公司秉持“高质量发展”战略, 2020 年硬件集成业务占比明显下降, 公司毛利率由 2019 年度 56.72% 提升至 59.55%。当前集成占比大幅下降, 基础架构安全(如零信任、日志审计等)、大数据安全(如天眼、态势感知), 两类新赛道产品在市场竞争力不断提升, 营收占比由 2019 年的 34.95% 提升至 42.65%。
- **三大因素共力, 毛利率考核机制初见成效。**1) 除集成业务占比降低提升毛利率外; 2) 公司进一步加强费用管控, 在持续加大研发投入的同时, 销售费用及管理费用营收占比低于去年同期; 3) 研发平台协同效应显现, “模块化”可以快速组建细分领域安全产品, 在满足不同客户、不同场景下的个性化需求前提下降低边际成本并缩短研发周期, 有效控制成本。
- **盈利预测及假设:** 我们预计奇安信 2020-2022 年营收分别为 41.65/56.65/78.15 亿元, 营收为市销率 P/S 为 17/12/9 倍。考虑公司: 1) 主营业务处于网络安全高景气度行业; 2) 目前主业处于快速发展周期的初期, 公司营收增速远超其他企业; 3) 规模效应显现, 期间费用率持续下降, 未来随着模块化平台进一步融入公司生产生态, 费用率有望持续下降; 4) 网安产品具有一定技术壁垒, 公司产广受市场认可。预计未来将持续受益, 维持“买入”评级。继续推荐。
- **风险因素:** 产品推广不及预期; 研发效率不及预期; 内部管理改善不及预期。

表 1: 奇安信重要财务指标

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(亿元)	31.54	41.65	56.65	78.15
增长率 YoY %	75.46%	34.88%	42.08%	39.26%
归属母公司净利润(亿元)	-4.95	-1.54	2.73	7.88

增长率 YoY%	43.22%	-68.81%	-276.66%	188.94%
毛利率%	56.72%	59.89%	61.16%	62.60%
市销率 P/S(倍)		17	12	9

资料来源: 万得, 信达证券研发中心 注: 股价为 2021 年 02 月 25 日收盘价



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3988.82	9237.64	9239.71	9863.96	营业总收入	3154.13	4164.48	5665.42	7814.94
现金	1257.95	5467.22	4632.18	3983.13	营业成本	1364.98	1670.32	2200.55	2922.49
应收账款	1297.30	1317.98	1613.70	2114.65	营业税金及附加	32.84	41.64	56.65	78.15
其他应收款	366.60	831.27	1108.25	1498.16	营业费用	1118.05	1332.63	1642.97	2110.03
预付账款	42.98	50.11	66.02	87.67	管理费用	469.73	583.03	679.85	781.49
存货	749.16	738.51	875.66	1046.64	财务费用	22.18	-18.87	-82.01	-69.48
其他	274.83	832.55	943.90	1133.71	资产减值损失	-3.36	13.18	19.09	31.17
非流动资产	3166.04	3894.02	4889.73	6089.52	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	509.29	1226.29	2069.14	3075.63	投资净收益	195.80	300.00	405.00	546.75
固定资产	1190.39	1321.77	1430.46	1506.68	营业利润	-535.56	-173.80	321.52	932.35
无形资产	1370.01	1249.62	1293.77	1410.86	营业外收入	1.78	2.14	2.56	3.08
其他	96.35	96.35	96.35	96.35	营业外支出	4.83	5.79	6.95	8.34
资产总计	7154.86	13131.67	14129.43	15953.49	利润总额	-538.61	-177.45	317.13	927.09
流动负债	1968.28	2398.38	3091.70	4035.02	所得税	14.36	-5.32	12.69	46.35
应付账款	861.67	831.10	1073.03	1396.55	净利润	-552.97	-172.13	304.45	880.73
其他	1106.61	1567.28	2018.67	2638.47	少数股东损益	-58.02	-17.75	31.71	92.71
非流动负债	145.97	145.97	145.97	145.97	归属母公司净利润	-494.94	-154.38	272.73	788.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	-738.42	-680.76	-406.67	14.04
其他	145.97	145.97	145.97	145.97	EPS(元)	-0.73	-0.23	0.40	1.16
负债合计	2114.24	2544.35	3237.67	4180.99					
少数股东权益	18.12	0.38	32.09	124.80					
股本	577.67	679.61	679.61	679.61					
资本公积	6609.16	12226.05	12226.05	12226.05					
留存收益	-2164.44	-2318.82	-2046.09	-1258.06					
归属母公司股东权益	5022.49	10586.94	10859.67	11647.70					
负债和股东权益	7154.86	13131.67	14129.43	15953.49					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1113.93	-962.89	-89.04	210.55	经营活动现金流	-1113.93	-962.89	-89.04	210.55
净利润	-552.97	-172.13	304.45	880.73	净利润	-552.97	-172.13	304.45	880.73
折旧摊销	140.15	115.02	150.91	201.30	折旧摊销	140.15	115.02	150.91	201.30
财务费用	31.12	0.00	0.00	0.00	财务费用	31.12	0.00	0.00	0.00
投资损失	-195.80	-300.00	-405.00	-546.75	投资损失	-195.80	-300.00	-405.00	-546.75
营运资金变动	-609.06	-622.62	-162.88	-361.16	营运资金变动	-609.06	-622.62	-162.88	-361.16
其他	72.63	16.84	23.48	36.43	其他	72.63	16.84	23.48	36.43
投资活动现金流	-219.34	-546.67	-746.00	-859.61	投资活动现金流	-219.34	-546.67	-746.00	-859.61
资本支出	-282.65	-129.67	-308.15	-399.87	资本支出	-282.65	-129.67	-308.15	-399.87
长期投资	-624.00	-417.00	-437.85	-459.74	长期投资	-624.00	-417.00	-437.85	-459.74
其他	687.31	0.00	0.00	0.00	其他	687.31	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	927.23	5718.83	0.00	0.00	筹资活动现金流	927.23	5718.83	0.00	0.00
普通股增加	1505.73	5718.83	0.00	0.00	普通股增加	1505.73	5718.83	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-3.81	-4.19	-4.60	资本公积增加	0.00	-3.81	-4.19	-4.60
其他	-578.50	3.81	4.19	4.60	其他	-578.50	3.81	4.19	4.60
现金净增加额	-406.04	4209.27	-835.04	-649.06	现金净增加额	-406.04	4209.27	-835.04	-649.06

重要财务指标					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3154.13	4164.48	5665.42	7814.94	营业总收入	3154.13	4164.48	5665.42	7814.94
同比 (%)	73.61	32.03	36.04	37.94	同比 (%)	73.61	32.03	36.04	37.94
归属母公司净利润	-494.94	-154.38	272.73	788.02	归属母公司净利润	-494.94	-154.38	272.73	788.02
同比 (%)	43.22	-68.81	-276.66	188.94	同比 (%)	43.22	-68.81	-276.66	188.94
毛利率 (%)	56.72%	59.89%	61.16%	62.60%	毛利率 (%)	56.72%	59.89%	61.16%	62.60%
ROE%	-9.85%	-1.46%	2.51%	6.77%	ROE%	-9.85%	-1.46%	2.51%	6.77%
EPS (摊薄)(元)	-0.73	-0.23	0.40	1.16	EPS (摊薄)(元)	-0.73	-0.23	0.40	1.16
P/E	0.00	-447.08	253.07	87.59	P/E	0.00	-447.08	253.07	87.59
P/B	0.00	7.50	7.31	6.81	P/B	0.00	7.50	7.31	6.81
EV/EBITDA	1.70	8.03	11.39	-283.72	EV/EBITDA	1.70	8.03	11.39	-283.72

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016 年加入海通证券，17、19 年所在团队新财富第四，2020 年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanguiyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。