

# 奇安信-U (688561.SH)

## 23H1 收入增长 26%，AI+安全已成功落地

买入

### 核心观点

**上半年收入保持较高增长，亏损有所收窄。**公司发布 23H1 中报，上半年公司实现收入 24.83 亿元 (+26.15%)；归母净利润-8.80 亿元，亏损同比收窄 3.26%；扣非净利润-9.79 亿元，亏损同比收窄 7.09%。单 Q2 来看，公司实现收入 15.57 亿元(+19.01%)；归母净利润-3.47 亿元，亏损同比收窄 19.19%；扣非净利润-3.46 亿元，亏损同比收窄 22.96%。

**毛利率提升，费用率控制效果显现。**23H1 公司毛利率 60.97%，高于去年同期和今年一季度的毛利率水平；23H1 毛利增长 34.41%，高于收入增速。公司加强费用控制，三费合计增速 10.42%，较去年同期下降 6.50 个百分点；销售、管理、研发费用同比增长 19.29%、-5.32%、6.65%，均低于收入增速。人效方面，公司人均创收超 25 万元，较去年同期增长近 28%。

**绝对优势产品占收入比例已过半，企业市场保持高增长。**公司将产品基于市场份额进行了 4 层阶梯界定：绝对优势、市场第一、市场龙头、高增潜力产品。其中绝对优势产品不仅份额第一，而且与第二、第三名拉开显著差距，包括终端安全、威胁发现与态势感知、代码安全等。上半年公司的绝对优势产品占整体收入比例超过了 50%，领先地位进一步夯实。细分来看，数据安全品类实现收入 5.80 亿元，同比增长超过 40%；终端安全品类共实现营收 3.39 亿元，同比超过 41%。行业层面，企业、政府、公检法司客户收入占比为 68.71%、22.14%、9.15%。企业客户是主要增长引擎，23H1 增长达到 36%。能源、金融和运营商三大行业占收入比达到 30%，增长超 45%。收入分部方面，百万级以上客户创收增速超 40%，客户复购率近 50%，新客户单客产出较去年同期提升了 63%。

**发布业内首个工业级大模型应用 Q-GPT 安全机器人和大模型卫士，AI+安全落地可期。**Q-GPT 安全机器人主要针对安全运维，其单位时间工作效率是安全专家的 16 倍，大幅提升安全运营效率。大模型安全卫士主要是解决大模型使用过程中的安全风险，如员工投喂了涉密信息等，可以帮助企业更安全的向大模型要生产力。京东方集团和吉利汽车集团等客户成为国内首批 Q-GPT 安全机器人和安全大模型用户。AI 和安全的结合有望帮助甲乙双方大幅提升效率，成为行业新的创新增长点。

**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。预计 2023-2025 年营收 80.10/103.87/130.47 亿元，增速分别为 29%/30%/26%，归母净利润为 2.77/5.63/8.56 亿元，对应当前 PE 为 133/65/43 倍，维持“买入”评级。

| 盈利预测和财务指标   | 2021   | 2022    | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 5,809  | 6,223   | 8,010  | 10,387 | 13,047 |
| (+/-%)      | 39.6%  | 7.1%    | 28.7%  | 29.7%  | 25.6%  |
| 净利润(百万元)    | -555   | 57      | 277    | 563    | 856    |
| (+/-%)      | 65.9%  | -110.3% | 385.3% | 103.3% | 52.2%  |
| 每股收益(元)     | -0.81  | 0.08    | 0.40   | 0.82   | 1.25   |
| EBIT Margin | -12.5% | -5.0%   | -0.6%  | 2.4%   | 4.1%   |
| 净资产收益率(ROE) | -5.6%  | 0.6%    | 2.7%   | 5.3%   | 7.7%   |
| 市盈率(PE)     | -66.3  | 644.9   | 132.9  | 65.4   | 42.9   |
| EV/EBITDA   | -76.9  | -474.0  | 438.0  | 109.7  | 64.3   |
| 市净率(PB)     | 3.71   | 3.69    | 3.62   | 3.49   | 3.30   |

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

### 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：库宏尧

021-60875168

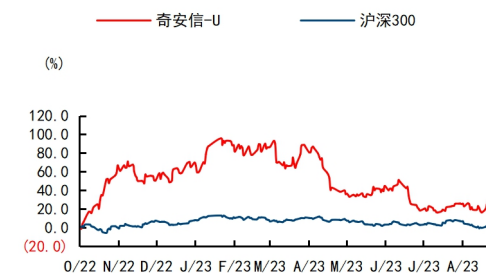
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 53.67 元         |
| 总市值/流通市值    | 36773/24886 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 82.79/40.27 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 178.22 百万元      |

#### 市场走势



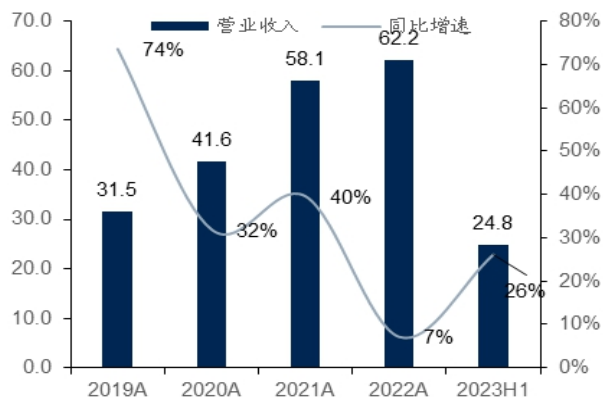
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《奇安信-U (688561.SH)——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
- 《奇安信-U (688561.SH)——研发平台战略初见成效，“军团制”加速发展》——2022-04-27
- 《奇安信-U-688561-2021 三季报点评：高基数下依然保持高速增长，新兴安全高质量成长》——2021-11-01

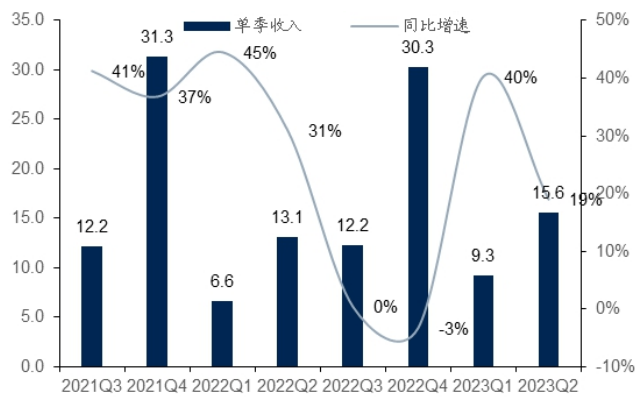
公司发布 23H1 中报，上半年公司实现收入 24.83 亿元（+26.15%）；归母净利润-8.80 亿元，亏损同比收窄 3.26%；扣非净利润-9.79 亿元，亏损同比收窄 7.09%。单 Q2 来看，公司实现收入 15.57 亿元（+19.01%）；归母净利润-3.47 亿元，亏损同比收窄 19.19%；扣非净利润-3.46 亿元，亏损同比收窄 22.96%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



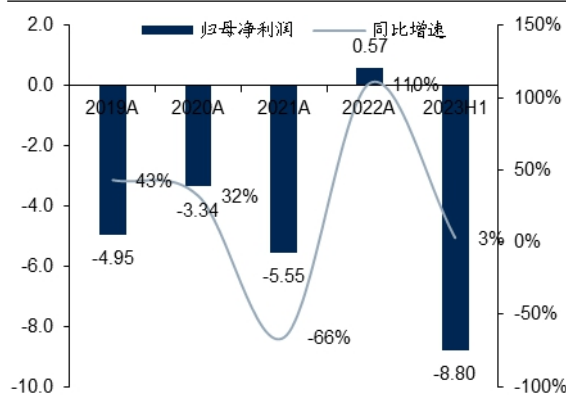
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



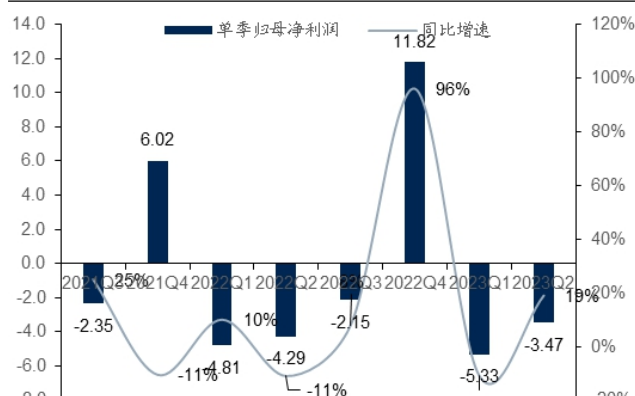
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**投资建议：**预计 2023-2025 年营收 80.10/103.87/130.47 亿元，增速分别为 29%/30%/26%，归母净利润为 2.77/5.63/8.56 亿元，对应当前 PE 为 133/65/43 倍，维持“买入”评级。

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表（百万元）          | 2021          | 2022          | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 2973         | 1409         | 1200         | 1200         | 1200         | 营业收入              | 5809          | 6223          | 8010         | 10387        | 13047        |
| 应收款项             | 3831         | 5354         | 6583         | 7968         | 9293         | 营业成本              | 2323          | 2219          | 2868         | 3575         | 4460         |
| 存货净额             | 815          | 809          | 1069         | 1342         | 1684         | 营业税金及附加           | 48            | 42            | 54           | 71           | 89           |
| 其他流动资产           | 677          | 653          | 840          | 1089         | 1368         | 销售费用              | 1761          | 1895          | 2323         | 2908         | 3653         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>8297</b>  | <b>8225</b>  | <b>9692</b>  | <b>11600</b> | <b>13546</b> | 管理费用              | 652           | 684           | 726          | 888          | 1049         |
| 固定资产             | 1310         | 1276         | 1261         | 1235         | 1197         | 研发费用              | 1748          | 1694          | 2082         | 2701         | 3262         |
| 无形资产及其他          | 149          | 140          | 135          | 130          | 126          | 财务费用              | (16)          | 12            | 6            | 32           | 50           |
| 投资性房地产           | 2921         | 3024         | 3024         | 3024         | 3024         | 投资收益              | 139           | 269           | 100          | 100          | 100          |
| 长期股权投资           | 807          | 1095         | 1195         | 1295         | 1395         | 资产减值及公允价值变动       | 100           | 89            | (80)         | (80)         | (80)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>13483</b> | <b>13759</b> | <b>15307</b> | <b>17283</b> | <b>19287</b> | 其他收入              | (1836)        | (1750)        | (1782)       | (2386)       | (2932)       |
| 短期借款及交易性金融负债     | 137          | 352          | 799          | 1404         | 1601         | 营业利润              | (556)         | (20)          | 269          | 548          | 834          |
| 应付款项             | 1423         | 1536         | 2059         | 2584         | 3242         | 营业外净收支            | 1             | (2)           | 1            | 1            | 1            |
| 其他流动负债           | 1415         | 1354         | 1711         | 2139         | 2666         | <b>利润总额</b>       | <b>(555)</b>  | <b>(23)</b>   | <b>270</b>   | <b>549</b>   | <b>835</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2974</b>  | <b>3241</b>  | <b>4569</b>  | <b>6127</b>  | <b>7509</b>  | 所得税费用             | (1)           | (80)          | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东损益            | 1             | 1             | (7)          | (14)         | (21)         |
| 其他长期负债           | 598          | 548          | 578          | 608          | 638          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(555)</b>  | <b>57</b>     | <b>277</b>   | <b>563</b>   | <b>856</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>598</b>   | <b>548</b>   | <b>578</b>   | <b>608</b>   | <b>638</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>3572</b>  | <b>3789</b>  | <b>5147</b>  | <b>6735</b>  | <b>8147</b>  | 净利润               | (555)         | 57            | 277          | 563          | 856          |
| 少数股东权益           | 14           | 16           | 11           | 1            | (14)         | 资产减值准备            | 8             | (55)          | (0)          | (1)          | (1)          |
| 股东权益             | 9896         | 9953         | 10149        | 10547        | 11153        | 折旧摊销              | 199           | 226           | 141          | 152          | 164          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>13483</b> | <b>13759</b> | <b>15307</b> | <b>17283</b> | <b>19287</b> | 公允价值变动损失          | (100)         | (89)          | 80           | 80           | 80           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 财务费用              | (16)          | 12            | 6            | 32           | 50           |
| 每股收益             | (0.81)       | 0.08         | 0.40         | 0.82         | 1.25         | 营运资本变动            | (2040)        | (1648)        | (767)        | (925)        | (731)        |
| 每股红利             | 0.04         | 0.02         | 0.12         | 0.24         | 0.37         | 其它                | (7)           | 55            | (4)          | (9)          | (15)         |
| 每股净资产            | 14.45        | 14.53        | 14.82        | 15.40        | 16.28        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(2495)</b> | <b>(1454)</b> | <b>(275)</b> | <b>(140)</b> | <b>355</b>   |
| ROIC             | -7.16%       | 7.66%        | -1%          | 2%           | 4%           | 资本开支              | 0             | (182)         | (201)        | (201)        | (201)        |
| ROE              | -5.61%       | 0.57%        | 3%           | 5%           | 8%           | 其它投资现金流           | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 60%          | 64%          | 64%          | 66%          | 66%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(167)</b>  | <b>(470)</b>  | <b>(301)</b> | <b>(301)</b> | <b>(301)</b> |
| EBIT Margin      | -12%         | -5%          | -1%          | 2%           | 4%           | 权益性融资             | 0             | 2             | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | -9%          | -1%          | 1%           | 4%           | 5%           | 负债净变化             | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 40%          | 7%           | 29%          | 30%          | 26%          | 支付股利、利息           | (30)          | (17)          | (81)         | (164)        | (250)        |
| 净利润增长率           | 66%          | -110%        | 385%         | 103%         | 52%          | 其它融资现金流           | 422           | 391           | 448          | 605          | 197          |
| 资产负债率            | 27%          | 28%          | 34%          | 39%          | 42%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>362</b>    | <b>359</b>    | <b>367</b>   | <b>441</b>   | <b>(54)</b>  |
| 股息率              | 0.1%         | 0.0%         | 0.2%         | 0.4%         | 0.7%         | <b>现金净变动</b>      | <b>(2300)</b> | <b>(1565)</b> | <b>(209)</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| P/E              | (66.3)       | 644.9        | 132.9        | 65.4         | 42.9         | 货币资金的期初余额         | 5274          | 2973          | 1409         | 1200         | 1200         |
| P/B              | 3.7          | 3.7          | 3.6          | 3.5          | 3.3          | 货币资金的期末余额         | 2973          | 1409          | 1200         | 1200         | 1200         |
| EV/EBITDA        | (76.9)       | (474.0)      | 438.0        | 109.7        | 64.3         | 企业自由现金流           | 0             | (813)         | (872)        | (729)        | (234)        |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 0             | (422)         | (431)        | (156)        | (87)         |

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<br>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<br>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