奇安信 (688561.SH) 买入（维持评级）

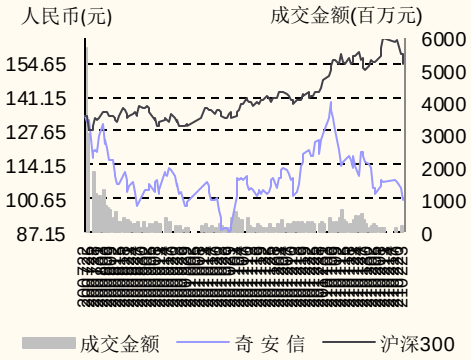
公司点评

市场价格（人民币）：100.70 元

产品竞争力提升，加速推进高质量发展

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.80
已上市流通 A 股(亿股)	0.73
总市值(亿元)	684.37
年内股价最高最低(元)	139.00/87.15
沪深 300 指数	5438
上证指数	3564



相关报告

1.《新网安领军-奇安信深度报告》，2021.2.6

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,817	3,154	4,165	5,983	8,553
营业收入增长率	121.22%	73.61%	32.06%	43.63%	42.97%
归母净利润(百万元)	-872	-495	-329	-116	155
归母净利润增长率	38.41%	-43.22%	-33.63%	-64.72%	N/A
摊薄每股收益(元)	N/A	-0.86	-0.48	-0.17	0.23
每股经营性现金流净额	N/A	-2.05	-2.48	-1.47	-0.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	-20.29%	-9.85%	-3.18%	-1.13%	1.51%
P/E	N/A	N/A	-260.87	-739.48	551.35
P/B	N/A	N/A	8.30	8.39	8.32

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

2 月 24 日晚，公司发布业绩预告称 20 年全年实现营收 41.64 亿元，同比增长 32.04%，净利润亏损 3.29 亿元，较去年同期收窄 33.62%。

评论

营收高增长得益于行业高景气与新赛道产品力提升。20 年公司全年实现营收为 41.64 亿元，同比增长 32.04%，规模继续稳居网安行业第一。我们认为公司营收持续高增长主要原因在于：其一，网安行业持续高景气，虽然受到疫情影响，但得益于政府和企业客户的网络安全需求旺盛以及云大物工等新兴安全需求不断增加，我国网络安全行业仍然实现了较大幅度增长，中国信通院数据显示预计 20 年我国网安产业需求规模达 1702 亿元，增速为 8.85%。其二，持续的高研发投入不断转化为强大的技术壁垒增强公司产品竞争力，2017-2019 年平均研发费用率达 48%，位居行业第一，带动公司产品市场竞争力不断提升，特别是基础架构安全、大数据智能安全检测与管控等两类新赛道产品在自有产品中营收占比由 2019 年的 34.95% 提升至 20 年的 42.65%。

收入结构不断优化，毛利率持续提升。2018、2019 年，公司综合毛利率分别为 55.68%和 56.72%，低于行业平均毛利率 71%，其主要原因在于 3%左右低毛利率的硬件集成业务收入占比超 20%，拉低了综合毛利率。20 年，公司实施高质量发展战略，硬件及其他的营收占比明显下降，高毛利的网络安全产品及服务占比不断提升，使得整体毛利率提升约 3pct 至 59.55%。随着公司自研产品竞争力不断提升，以及网络安全服务业务的快速发展，预计毛利率还将进一步提升。

亏幅持续收窄，加速步入高质量发展阶段。公司在保障营收高速增长的同时，不断加强费用管控、提升经营效率。20 年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较去年同期有所下降。2018-2020 年，净利润分别为-8.72/-4.95/-3.29 亿元，亏幅持续收窄。我们认为随着公司收入结构改善、费用管控不断加强，有望在 21、22 年实现扭亏为盈，加速步入高质量发展阶段，

投资建议

- 预计公司 21-22 年营收分别为 59.83 亿元和 85.53 亿元，净利润为-1.16、1.56 亿元，采用 PS 估值法，给予公司 22 年市值 1283.02 亿元，对应目标价为 188.68 元，继续给予“买入”评级

风险提示

- 市场竞争加剧；网络安全政策推进不及预期；商誉减值风险；解禁风险等

翟炜 分析师 SAC 执业编号：S1130520020005
zhaiwei@gjzq.com.cn

邵广雨 联系人
shaoguangyu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**821**	**1,817**	**3,154**	**4,165**	**5,983**	**8,553**
增长率		121.2%	73.6%	32.1%	43.6%	43.0%
主营业务成本	-206	-805	-1,365	-1,776	-2,488	-3,485
%销售收入	25.1%	44.3%	43.3%	42.6%	41.6%	40.7%
毛利	615	1,012	1,789	2,389	3,495	5,068
%销售收入	74.9%	55.7%	56.7%	57.4%	58.4%	59.3%
营业税金及附加	-30	-36	-33	-42	-60	-86
%销售收入	3.6%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-431	-800	-1,118	-1,375	-1,828	-2,462
%销售收入	52.5%	44.0%	35.4%	33.0%	30.6%	28.8%
管理费用	-232	-332	-470	-549	-688	-855
%销售收入	28.3%	18.3%	14.9%	13.2%	11.5%	10.0%
研发费用	-541	-818	-1,047	-1,291	-1,615	-2,282
%销售收入	65.9%	45.0%	33.2%	31.0%	27.0%	26.7%
息税前利润（EBIT）	-619	-975	-879	-867	-696	-616
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	37	-30	-22	53	60	29
%销售收入	-4.5%	1.7%	0.7%	-1.3%	-1.0%	-0.3%
资产减值损失	-213	-202	-74	-7	-10	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-6	77	196	200	300	400
%税前利润	n.a	-8.1%	-36.4%	-54.2%	-238.1%	194.5%
营业利润	-706	-953	-536	-369	-126	206
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2.4%
营业外收支	2	0	-3	0	0	0
税前利润	-703	-953	-539	-369	-126	206
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2.4%
所得税	1	0	-14	0	0	0
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	0.1%
净利润	-702	-953	-553	-369	-126	205
少数股东损益	-72	-81	-58	-40	-10	50
归属于母公司的净利润	**-630**	**-872**	**-495**	**-329**	**-116**	**155**
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	1.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-702	-953	-553	-369	-126	205
少数股东损益	-72	-81	-58	-40	-10	50
非现金支出	272	287	144	40	43	35
非经营收益	-20	-32	-166	-208	-300	-400
营运资金变动	-66	-259	-609	-1,148	-616	-338
经营活动现金净流	**-516**	**-956**	**-1,184**	**-1,685**	**-999**	**-498**
资本开支	-63	-100	-283	-1,247	-1,030	-930
投资	-505	-26	-624	-200	-150	-100
其他	175	-29	687	200	300	400
投资活动现金净流	**-393**	**-154**	**-219**	**-1,247**	**-880**	**-630**
股权募资	2,112	2,150	1,506	5,635	0	0
债权募资	0	0	-323	-100	0	0
其他	-630	-266	-255	0	0	-62
筹资活动现金净流	**1,481**	**1,884**	**927**	**5,535**	**0**	**-62**
现金净流量	**572**	**774**	**-477**	**2,603**	**-1,879**	**-1,190**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	861	1,646	1,258	3,861	1,982	792
应收款项	1,173	1,556	1,674	2,018	2,822	3,786
存货	449	611	749	811	1,190	1,574
其他流动资产	112	179	307	1,071	1,287	1,329
流动资产	2,595	3,991	3,989	7,761	7,282	7,482
%总资产	49.2%	58.8%	55.7%	62.8%	55.9%	52.6%
长期投资	443	554	509	709	859	959
固定资产	57	949	1,190	2,490	3,490	4,390
%总资产	1.1%	14.0%	16.6%	20.2%	26.8%	30.8%
无形资产	1,292	1,228	1,370	1,392	1,399	1,405
非流动资产	2,681	2,791	3,166	4,592	5,748	6,755
%总资产	50.8%	41.2%	44.3%	37.2%	44.1%	47.4%
资产总计	**5,275**	**6,782**	**7,155**	**12,352**	**13,030**	**14,237**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,444	1,802	1,306	1,128	1,560	2,176
其他流动负债	479	594	662	876	1,229	1,651
流动负债	1,923	2,396	1,968	2,004	2,789	3,827
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	59	109	146	42	60	86
负债	**1,982**	**2,504**	**2,114**	**2,045**	**2,849**	**3,913**
普通股股东权益	**3,251**	**4,297**	**5,022**	**10,329**	**10,213**	**10,306**
其中：股本	22	149	578	680	680	680
未分配利润	-798	-1,669	-2,164	-2,493	-2,609	-2,516
少数股东权益	43	-19	18	-22	-32	18
负债股东权益合计	**5,275**	**6,782**	**7,155**	**12,352**	**13,030**	**14,237**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	N/A	N/A	-0.857	-0.483	-0.171	0.229
每股净资产	N/A	N/A	8.694	15.198	15.027	15.164
每股经营现金净流	-0.194	-0.203	-2.050	-2.480	-1.470	-0.732
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.091
回报率						
净资产收益率	-19.38%	-20.29%	-9.85%	-3.18%	-1.13%	1.51%
总资产收益率	-11.94%	-12.85%	-6.92%	-2.66%	-0.89%	1.09%
投入资本收益率	-18.73%	-22.74%	-17.87%	-8.41%	-6.83%	-5.96%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	121.22%	73.61%	32.06%	43.63%	42.97%
EBIT增长率	N/A	57.48%	-9.85%	-1.28%	-19.73%	-11.50%
净利润增长率	N/A	38.41%	-43.22%	-33.63%	-64.72%	N/A
总资产增长率	N/A	28.56%	5.49%	72.64%	5.49%	9.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.0	77.1	106.5	145.0	140.0	129.0
存货周转天数	397.9	240.2	181.8	170.0	180.0	170.0
应付账款周转天数	266.5	191.4	187.9	180.0	180.0	180.0
固定资产周转天数	25.4	20.0	22.6	122.3	115.6	106.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.14%	-38.48%	-24.96%	-37.46%	-19.47%	-7.67%
EBIT利息保障倍数	16.7	-32.2	-39.6	16.4	11.5	21.5
资产负债率	37.57%	36.93%	29.55%	16.56%	21.87%	27.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	24	35	45	71
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.04**	**1.03**	**1.04**	**1.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-06	买入	102.41	157.06～188.68

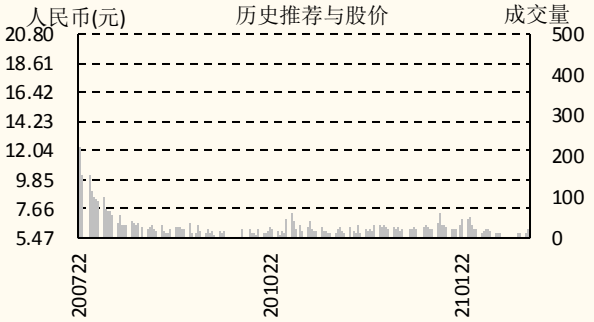
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402