证券研究报告

公司研究——事项点评

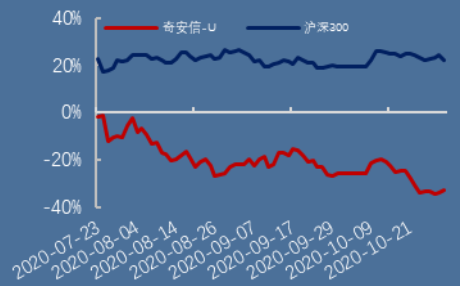
奇安信-U（688561.SH）

奇安信：三季度收入超预期，验证市场领导力

2020 年 10 月 30 日

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2020.09.17
鲁 立　计算机行业分析师
执业编号：S1500520030003
邮　箱：luli@cindasc.com



相关研究
【信达计算机】奇安信深度：研发确立地位，网安王者渐成

事件：10 月 29 日，公司披露三季度报告，前三季度营业收入 18.7 亿元，同比增长 30.41%，归母净利润亏损 10.07 亿，与上年同期几乎持平。

点评：

- **三季度收入爆发，看好四季度收入增长持续性。**单看 Q3 季度，公司营收 8.63 亿，同比增长 89.14%，环比增长 10%。我们认为此营收数据表现超预期：1）按以往经验，Q2 单季度营收高于 Q3；2）由于疫情影响，Q2 营收已有超预期表现。同时，公司在三季度有数个千万级订单，考虑到网安产品研发周期（1-3 个月），我们认为有部分会在四季度确认收入，继续看好四季度收入增长持续性。

- **预计高毛利业务占比有所提升**。受益于此次护网行动，前三季度网络服务占比有所提升（15.13%），对应 2.86 亿；假设网络安全产品、网络安全业务就及硬件及其他产品毛利率相对稳定，根据毛利率及营收勾稽关系，我们推算出网络安全产品及硬件及其他产品营收分别为 12.15 亿（64.97%）及 3.69 亿（19.73%）；**根据假设，我们预计相比 2019 年高毛利业务占比得到提升，业务结构有所优化。**

- **人均产出继续提升，公司营收及人均产出增速超同行**。此次前三季度人效同比提升 12.66%，进一步验证我们先前观点：公司通过控费、通过研发投入缩短研发周期，人效增长快速；当下较低人效会逐步得到解决。由于公司仍处扩张阶段，公司人均营收（2019 年为 45.7 万/人）落后深信服（2019 年为 75.2 万/人），启明星辰（2019 年为 67.0 万/人），安恒信息（2019 年为 52.5 万/人）和绿盟科技（2019 年为 56.8 万/人）。从增量维度而言，公司处于快速发展阶段，增速超同行：奇安信，安恒信息，深信服，启明星辰和绿盟科技在 2017-2019 人均产出复合增长率分别为 34.9%，9.9%，3.7%，5.5%，-0.4%。

- **多项产品市占率第一，继续获得市场认证**。在赛迪咨询、IDC 等机构发布的 2017、2018 及 2019 年市场调研报告中，奇安信在多个网络安全细分领域的市场份额排名第一。10 月 26 日，IDC 发布的最新报告中表示奇安信终端安全检测与响应(EDR)产品获得策略和市场份额双第一，位居领导者象限。公司领导力继续受市场验证。

-

- **盈利预测与投资评级**：我们认为奇安信是国内领先的网络安全产品供应商，受益于网安市场持续发展。信创基石产品在

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

国产化需求提升背景下未来可期，公司致力于突破核心关键技术，保障了网络安全。我们预计奇安信 2020-2022 年归母净利润分别为-2.92/0.84/5.01 亿元，市销率 P/S 为 14/10/7 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。**

- **风险因素：** 1. 产品推广不及预期，2. 研发效率不及预期，3. 内部管理改善不及预期。

表 1：奇安信重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
网络安全产品（亿元）	11.85	20.95	29.15	39.19	52.86
增长率 YoY%	76.6%	76.8%	39.1%	40.0%	34.9%
网络安全服务（亿元）	2.2	3.67	6.24	10.61	18.03
增长率 YoY%	96.4%	66.8%	70.0%	70.0%	70.0%
硬件及其他（亿元）	3.9	6.87	8.93	11.16	14.29
增长率 YoY%	1757.1%	76.2%	30.0%	25.0%	28.0%
营业总收入（亿元）	17.95	31.54	44.32	60.96	85.18
增长率 YoY%	123.08%	75.46%	40.73%	37.56%	39.74%
归属母公司净利润(亿元)	-8.72	-4.95	-2.92	0.84	5.01
增长率 YoY%	-38.41%	43.22%	40.96%	39.03%	498.38%
毛利率%	55.68%	56.72%	57.49%	58.32%	58.94%

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

表 2：可比公司估值

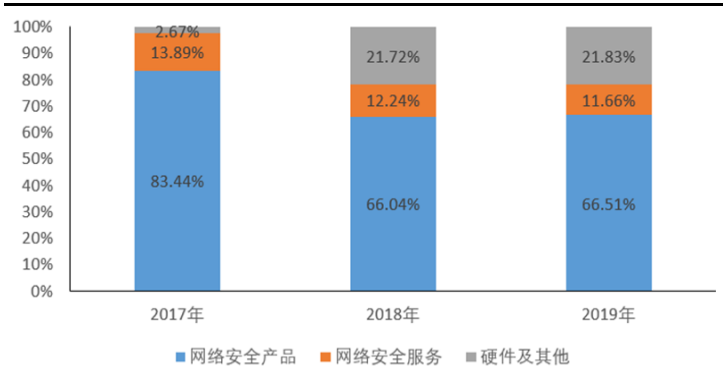
	营收（亿）	PS（倍）

证券简称	证券代码	股价（元）	市值（亿元）	2020E	2021E	2020E	2021E
广联达	002410.SZ	70.97	840.61	41.91	51.78	20.1	16.2
安恒信息	688023.SH	245.01	181.49	13.65	19.51	13.3	9.3
深信服	300454.SZ	190.24	778.11	59.65	80.8	13.0	9.6
平均						15.5	11.7
奇安信	688561.SH	89.75	609.96	44.32	60.96	13.8	10.0

资料来源：万得，除奇安信为信达证券预测外，其他预测来自万得一致预期，股价为 2020 年 10 月 30 日收盘价

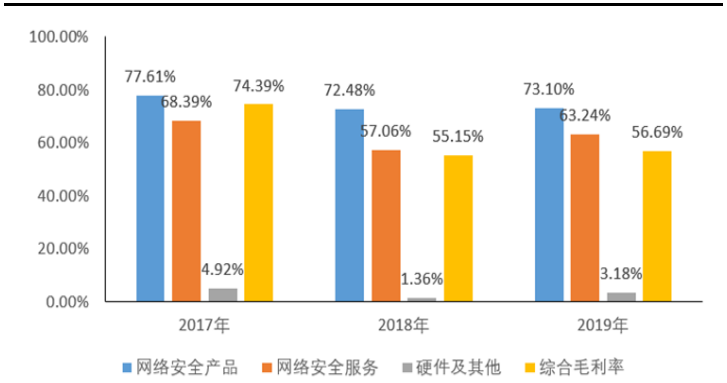
附录：

图 1：公司业务收入分拆，2017-2019



资料来源：年报，信达证券研发中心

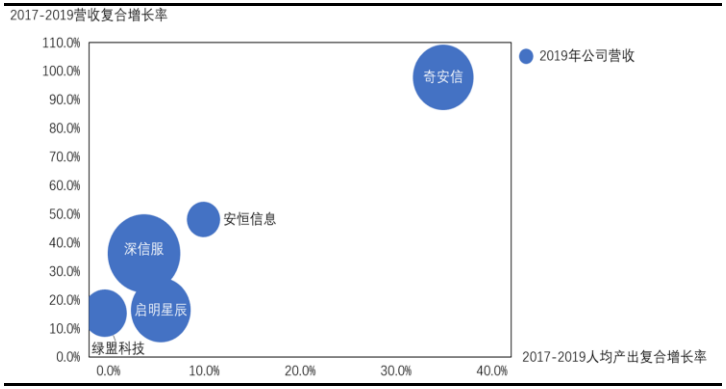
图 2：公司业务毛利率分拆，2017-2019



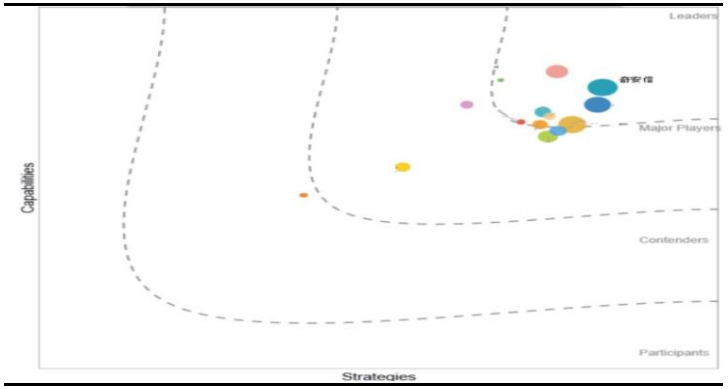
资料来源：年报，信达证券研发中心

图 3：同行业内营业数据对比，2017-2019

图 4：中国终端安全监测与响应市场评估



资料来源：年报，信达证券研发中心



资料来源：IDC，信达证券研发中心

表 3：细分产品前三季度增速

产品名称	前三季度增速
基础机构安全产品	124%
零信任安全	373%
大数据智能安全监测与管控	42.67%
天眼、态势感知、NGSOC	约 60%
云安全	超 70%
大数据安全	43.36%

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3988.82**	**9336.15**	**9266.69**	**9818.32**
现金	1257.95	5290.63	4255.05	3310.77

利润表 单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**3154.13**	**4431.50**	**6095.89**	**8518.39**
营业成本	1364.98	1883.95	2540.95	3497.69

应收账款	1297.30	1402.49	1736.31	2305.00
其他应收款	366.60	884.57	1192.46	1633.01
预付账款	42.98	56.52	76.23	104.93
存货	749.16	832.97	1011.11	1252.64
其他	274.83	868.99	995.54	1211.97
非流动资产	**3166.04**	**3894.02**	**4889.73**	**6089.52**
长期投资	509.29	1226.29	2069.14	3075.63
固定资产	1190.39	1321.77	1430.46	1506.68
无形资产	1370.01	1249.62	1293.77	1410.86
其他	96.35	96.35	96.35	96.35
资产总计	**7154.86**	**13230.18**	**14156.42**	**15907.85**
流动负债	**1968.28**	**2650.54**	**3483.36**	**4675.07**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	861.67	937.40	1239.01	1671.43
其他	1106.61	1713.14	2244.34	3003.64
非流动负债	**145.97**	**145.97**	**145.97**	**145.97**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	145.97	145.97	145.97	145.97
负债合计	**2114.24**	**2796.51**	**3629.32**	**4821.04**
少数股东权益	18.12	-15.46	-5.73	53.19
归属母公司股东权益	5022.49	10449.13	10532.83	11033.62
负债和股东权益	**7154.86**	**13230.18**	**14156.42**	**15907.85**

重要财务指标

会计年度	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
营业收入(百万元)	3154.13	4431.50	6095.89	8518.39
(+/-)YoY(%)	73.61%	40.50%	37.56%	39.74%
净利润(百万元)	-494.94	-292.19	83.69	500.80
(+/-)YoY(%)	43.22%	-40.96%	-128.64%	498.38%
全面摊薄 EPS(元)	-0.73	-0.43	0.12	0.74
毛利率(%)	56.72%	57.49%	58.32%	58.94%
净资产收益率(%)	-9.85%	-2.80%	0.79%	4.54%
P/E	0.00	-208.75	728.80	121.80
P/B	0.00	6.71	6.66	6.36
EV/EBITDA	1.70	6.31	6.84	10.51

营业税金及附加	32.84	44.32	60.96	85.18
营业费用	1118.05	1418.08	1767.81	2299.96
管理费用	469.73	620.41	731.51	851.84
财务费用	22.18	-18.87	-79.36	-63.83
资产减值损失	-3.36	14.02	20.70	34.42
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	195.80	300.00	405.00	546.75
营业利润	-535.56	-332.19	101.70	594.44
营业外收入	1.78	2.14	2.56	3.08
营业外支出	4.83	5.79	6.95	8.34
利润总额	-538.61	-335.85	97.32	589.17
所得税	14.36	-10.08	3.89	29.46
净利润	-552.97	-325.78	93.42	559.71
少数股东损益	-58.02	-33.59	9.73	58.92
归属母公司净利润	**-494.94**	**-292.19**	**83.69**	**500.80**
EBITDA	-738.42	-838.31	-622.23	-314.96
EPS(元)	**-0.73**	**-0.43**	**0.12**	**0.74**

现金流量表

会计年度	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
经营活动现金流	**-1113.93**	**-1139.49**	**-289.58**	**-84.67**
净利润	-552.97	-325.78	93.42	559.71
折旧摊销	140.15	115.02	150.91	201.30
财务费用	31.12	0.00	0.00	0.00
投资损失	-195.80	-300.00	-405.00	-546.75
营运资金变动	-609.06	-646.42	-154.00	-338.62
其他	72.63	17.68	25.09	39.69
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
长期投资	-624.00	-417.00	-437.85	-459.74
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**
普通股增加	1505.73	5718.83	0.00	0.00
其他	-578.50	3.81	4.19	4.60
现金净增加额	**-406.04**	**4032.68**	**-1035.58**	**-944.28**

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。

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；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

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。