营收恢复快速增长，健全长效激励机制

——奇安信-U（688561）2020 年三季报点评

买入|维持

事件：

公司于 10 月 29 日晚发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 18.70 亿元，同比增长 30.41%；实现归母净利润-10.07 亿元。前三季度，人效同比提升 12.66%。

点评：

- **摆脱新冠疫情影响，公司收入增速重新回到快车道**

第三季度，公司实现营业收入 8.63 亿元，前三季度单季度的收入增速分别为：-39.77%、29.61%和 89.14%，疫情对公司经营的影响基本消除。分产品来看，基础架构安全产品收入同比增长 124%，其中，零信任安全收入同比增长 373%；大数据智能安全检测与管控产品收入同比增长 42.67%，其中，高级威胁检测（天眼）、态势感知、NGSOC 三类产品整体收入增速近 60%；云安全收入同比增长超 70%，大数据安全收入同比增长超 43.36%；安全服务收入同比增长 77.06%，收入占比扩大至 15.13%。

- **研发创新投入持续加大，多项产品保持市场领先地位**

基于内生安全等理念，公司聚焦新赛道产品研发，重点建设四大研发平台。前三季度，公司研发投入为 8.71 亿元，同比增长 11.24%，由于收入规模的快速增长，研发投入占营业收入的比重下降 8.08pct 至 46.56%。公司以技术、产品立业，根据 IDC 和赛迪咨询的数据，终端安全、云安全、安全分析和威胁情报市占率在国内持续占据第一位。前三季度，采用四大研发平台的产品收入占比超过 60%；第三代安全引擎“天狗”装机量突破 100 万台终端；新发布工业互联网安全态势、安全检测、主机防护三大类产品。

- **建立健全长效激励约束机制，提升公司核心竞争力**

10 月 29 日，公司发布《2020 年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予 1158 名激励对象限制性股票共计 1359.23 万股，占股本总额的 2.00%（首次授予 1.60%），授予价格为 49.00 元/股，首次授予对象包括公司高管、核心技术人员等。根据公告，首次授予部分归属期分为 4 个会计年度，以 2019 年为基期，2020-2023 年业绩考核目标分别为营业收入增长率不低于 25%、55%、90%、135%；预留部分归属期分为 3 个会计年度，以 2019 年为基期，2021-2023 年业绩考核目标分别为营业收入增长率不低于 55%、90%、135%。我们认为，股权激励有利于健全公司长效激励约束机制，提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，确保公司发展战略和经营目标的实现。

- **投资建议与盈利预测**

公司选择了高研发投入的发展模式，致力于建设四大研发平台、积极布局新赛道产品，未来成长空间广阔。预计公司 2020-2022 年营业收入为 43.16、60.15、82.55 亿元，归母净利润为-1.48、0.77、5.42 亿元，EPS 为-0.22、0.11、0.80 元/股。不考虑低毛利业务（硬件及其他）的价值，预计公司 2021 年高毛利业务收入为 48.06 亿元，维持公司 2021 年 20 倍的目标 PS，对应目标市值为 961.20 亿元，目标价为 141.43 元，维持“买入”评级。

- **风险提示**

新冠疫情影响下游政企客户需求释放；网络安全相关政策推进不及预期；新赛道产品研发及市场拓展不及预期；商誉减值。

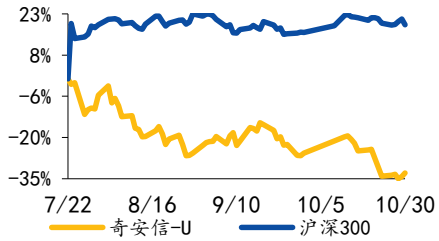
当前价/目标价：89.75 元/141.43 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	133.55 / 87.15
A 股流通股（百万股）：	69.24
A 股总股本（百万股）：	679.62
流通市值（百万元）：	6214.02
总市值（百万元）：	60995.54

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-奇安信-U(688561.SH)：网安新思维，聚焦新赛道》2020.09.06

报告作者

分析师　耿军军
执业证书编号　S0020519070002
电话　021-51097188-1856
邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

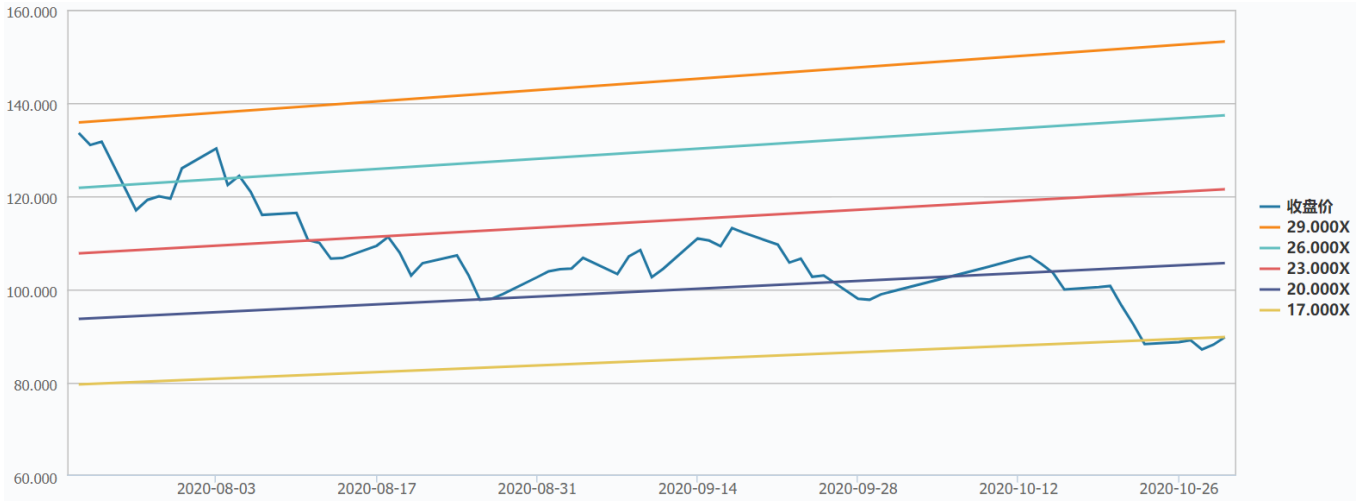
联系人　陈图南
邮箱　chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1816.77	3154.13	4316.20	6014.52	8254.82
收入同比(%)	121.22	73.61	36.84	39.35	37.25
归母净利润(百万元)	-871.76	-494.94	-148.32	76.74	541.73
归母净利润同比(%)	-38.41	43.22	70.03	151.74	605.93
ROE(%)	-20.29	-9.85	-1.44	0.74	4.96
每股收益(元)	-1.28	-0.73	-0.22	0.11	0.80
市盈率(P/E)	-69.97	-123.24	-411.25	794.84	112.59

资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 1：奇安信-U 上市以来 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3990.93	3988.82	9739.75	10482.83	11892.15
现金	1645.93	1257.95	6055.83	5606.29	5582.06
应收账款	542.86	1297.30	1674.69	2151.40	2702.63
其他应收款	936.12	366.60	523.99	773.29	1085.51
预付账款	30.73	42.98	58.12	79.31	104.44
存货	610.60	749.16	996.72	1391.35	1865.02
其他流动资产	224.69	274.83	430.40	481.20	552.49
非流动资产	2791.34	3166.04	3176.93	3185.23	3198.04
长期投资	454.04	391.74	398.74	409.77	428.44
固定资产	99.79	195.24	379.21	515.13	610.80
无形资产	61.31	65.54	69.76	73.97	78.17
其他非流动资产	2176.20	2513.52	2329.23	2186.35	2080.63
资产总计	6782.26	7154.86	12916.68	13668.05	15090.18
流动负债	2395.57	1968.28	2463.89	3130.40	3956.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	543.65	861.67	1157.22	1568.95	2052.63
其他流动负债	1851.92	1106.61	1306.67	1561.44	1903.97
非流动负债	108.82	145.97	144.12	143.84	144.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	108.82	145.97	144.12	143.84	144.43
负债合计	2504.38	2114.24	2608.01	3274.24	4101.03
少数股东权益	-19.28	18.12	1.61	10.02	63.63
股本	149.45	577.67	679.62	679.62	679.62
资本公积	5817.23	6609.16	11940.19	11940.19	11940.19
留存收益	-1669.49	-2164.44	-2312.75	-2236.01	-1694.29
归属母公司股东权益	4297.16	5022.49	10307.05	10383.79	10925.52
负债和股东权益	6782.26	7154.86	12916.68	13668.05	15090.18

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-956.44	-1113.93	-817.25	-628.53	-174.10
净利润	-952.51	-552.97	-164.82	85.15	595.33
折旧摊销	85.71	140.15	100.28	191.13	298.28
财务费用	30.30	22.18	-73.14	-116.62	-111.88
投资损失	-77.43	-195.80	-205.55	-245.44	-327.42
营运资金变动	-258.86	-609.06	-472.12	-541.46	-623.03
其他经营现金流	216.35	81.57	-1.89	-1.29	-5.37
投资活动现金流	-154.02	-219.34	109.12	62.37	37.98
资本支出	99.77	283.01	85.21	167.83	266.57
长期投资	-56.03	13.45	7.00	11.03	18.67
其他投资现金流	-110.28	77.12	201.33	241.23	323.22
筹资活动现金流	1884.15	927.23	5506.02	116.62	111.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	127.23	428.23	101.94	0.00	0.00
资本公积增加	1790.89	791.93	5331.03	0.00	0.00
其他筹资现金流	-33.96	-292.93	73.04	116.62	111.88
现金净增加额	773.69	-406.04	4797.88	-449.54	-24.23

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1816.77	3154.13	4316.20	6014.52	8254.82
营业成本	805.10	1364.98	1833.37	2486.06	3253.50
营业税金及附加	35.98	32.84	44.89	63.75	86.68
营业费用	800.20	1118.05	1301.34	1755.64	2335.29
管理费用	331.76	469.73	597.79	740.39	920.41
研发费用	818.35	1047.10	1308.88	1596.83	1900.23
财务费用	30.30	22.18	-73.14	-116.62	-111.88
资产减值损失	-201.52	-3.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	77.43	195.80	205.55	245.44	327.42
营业利润	-953.00	-535.56	-164.94	85.01	595.61
营业外收入	0.58	1.78	1.10	1.85	2.01
营业外支出	0.56	4.83	1.07	1.67	1.99
利润总额	-952.98	-538.61	-164.91	85.19	595.63
所得税	-0.47	14.36	-0.08	0.04	0.30
净利润	-952.51	-552.97	-164.82	85.15	595.33
少数股东损益	-80.75	-58.02	-16.51	8.41	53.61
归属母公司净利润	-871.76	-494.94	-148.32	76.74	541.73
EBITDA	-836.99	-373.23	-137.80	159.51	782.01
EPS（元）	-5.83	-0.86	-0.22	0.11	0.80

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	121.22	73.61	36.84	39.35	37.25
营业利润(%)	-35.07	43.80	69.20	151.54	600.63
归属母公司净利润(%)	-38.41	43.22	70.03	151.74	605.93
获利能力					
毛利率(%)	55.68	56.72	57.52	58.67	60.59
净利率(%)	-47.98	-15.69	-3.44	1.28	6.56
ROE(%)	-20.29	-9.85	-1.44	0.74	4.96
ROIC(%)	-42.64	-15.60	-6.18	-0.72	9.70
偿债能力					
资产负债率(%)	36.93	29.55	20.19	23.96	27.18
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.67	2.03	3.95	3.35	3.01
速动比率	1.41	1.64	3.54	2.90	2.53
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.45	0.43	0.45	0.57
应收账款周转率	4.73	3.43	2.90	3.14	3.40
应付账款周转率	1.91	1.94	1.82	1.82	1.80
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-1.28	-0.73	-0.22	0.11	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.41	-1.64	-1.20	-0.92	-0.26
每股净资产(最新摊薄)	6.32	7.39	15.17	15.28	16.08
估值比率					
P/E	-69.97	-123.24	-411.25	794.84	112.59
P/B	14.19	12.14	5.92	5.87	5.58
EV/EBITDA	-70.67	-158.48	-429.25	370.81	75.64

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188