

亚信安全 (688225.SH)

标品战略产品收入增长超 18%，端点安全有望迎量价齐升

买入

核心观点

宏观环境影响收入增速。公司发布 2022 年报，全年实现收入 17.21 亿元 (+3.21%)，归母净利润 0.99 亿元 (-44.85%)，扣非归母净利润 0.08 亿元 (-91.95%)。单 q4 来看，公司收入 6.92 亿元 (+0.54%)，归母净利润 2.65 亿元 (+166.72%)，扣非归母净利润 2.13 亿元 (+146.17%)。2022 年在宏观环境不利下，公司收入增速放缓，但是四季度盈利能力大幅提升。公司 23Q1 收入 2.36 亿元 (-17.05%)，归母净利润-0.95 亿元 (-21.26%)，扣非归母净利润-1.13 亿元 (-20.18%)。公司 23Q1 毛利率同比提升超过 11 个百分点，主要是标品产品增速较快，带动毛利率提升；解决方案类收入受验收周期影响有所下滑。

标品和非运营商战略进展顺利，费用控制逐步显现。公司坚持推进既定战略，在巩固运营商优势地位时，加大政府、金融、能源、制造业等行业的投入；非运营商行业收入同比增长 26.09%，占公司收入比首次超过 50%。收入结构来看，公司网安产品收入 14.62 亿元 (-0.09%)，安全服务收入 0.74 亿元 (+52.68%)，云网虚拟化收入 1.85 亿元 (+18.84%)；其中标品战略进展顺利，以端点安全为核心的标准化产品收入同比增长 18.11%，总收入占比从 21 年的 37.16% 提升至 22 年的 42.53%。终端、云、态势感知、数据安全等战略产品增长超 21%。公司费用投入有所提升，销售、管理、研发费用率分别为 27.99% (+5.48 pct)、8.74% (-0.10 pct)、18.74% (+4.82 pct)。但整体上，公司也加大费用管控，三费增速有所下滑，23Q1 延续下滑趋势。

运营商安全软件龙头，端点安全有望迎来量价齐升式增长。公司长期深耕三大运营商领域，尤其数字信任及身份安全产品占据了绝对领先的市场份额。运营商自身数字化和科技化转型，带来大量安全需求；同时公司积极将端点安全等优势产品导入运营商，如 23 年 4 月信舱云主机安全中标国内某超大型通信骨干运营商用户云主机防病毒项目。信创化、云化为端点安全带来广阔增量蓝海市场，信创驱动端点安全更换与国产 OS 相适配的版本，尤其云化后大量私有云、混合云催生云主机安全市场，对云端工作负载进行保护。在价格上，客户需求从传统防病毒，到edr、资管管理、网络准入等多个功能叠加，客户单点 ARPU 值也会持续提升，持续推动标品业务高增长。

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 年营业收入 21.82/27.43/34.13 亿元，增速分别为 27%/26%/24%，归母净利润为 1.88/3.11/4.68 亿元，对应当前 PE 为 44/27/18 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)	1,667	1,721	2,182	2,743	3,413
(+/-%)	30.8%	3.2%	26.8%	25.7%	24.4%
净利润(百万元)	179	99	188	311	468
(+/-%)	4.9%	-44.8%	90.9%	65.3%	50.7%
每股收益(元)	0.50	0.25	0.47	0.78	1.17
EBIT Margin	7.5%	-3.4%	2.9%	6.7%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	3.7%	6.8%	10.4%	14.1%
市盈率 (PE)	42.0	84.6	44.3	26.8	17.8
EV/EBITDA	60.1	-319.0	133.1	51.0	29.3
市净率 (PB)	5.15	3.15	3.00	2.78	2.51

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

xiongli@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

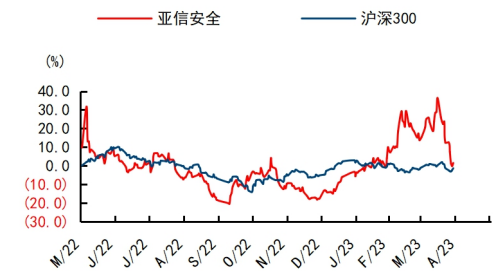
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.85 元
总市值/流通市值	8340/2276 百万元
52 周最高价/最低价	28.80/16.02 元
近 3 个月日均成交额	76.81 百万元

市场走势



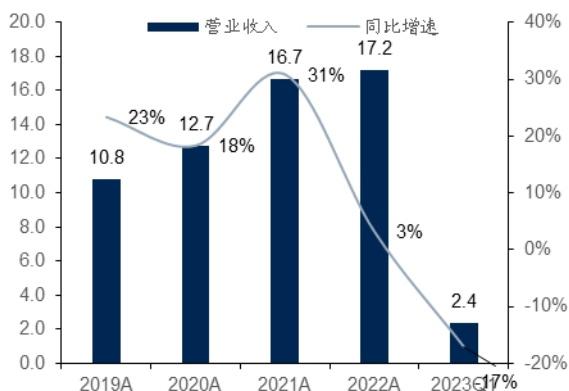
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《亚信安全(688225.SH)——2022 中报点评-Q2 收入增速超 35%，行业和产品战略调整收效》——2022-08-28
- 《亚信安全(688225.SH)-标品策略发挥成效，非运营商行业加速拓展》——2022-05-03

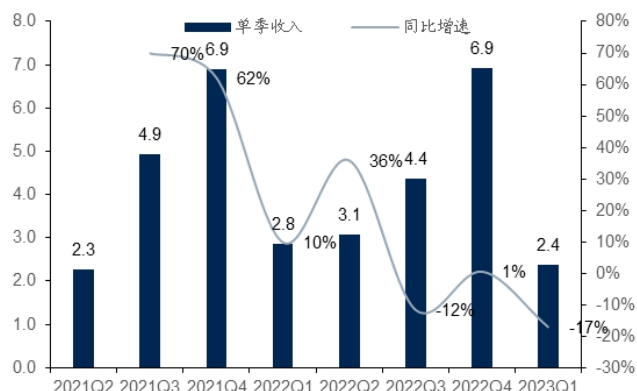
公司发布 2022 年报，全年实现收入 17.21 亿元 (+3.21%)，归母净利润 0.99 亿元 (-44.85%)，扣非归母净利润 0.08 亿元 (-91.95%)。单 q4 来看，公司收入 6.92 亿元 (+0.54%)，归母净利润 2.65 亿元 (+166.72%)，扣非归母净利润 2.13 亿元 (+146.17%)。2022 年在宏观环境不利下，公司收入增速放缓，但是四季度盈利能力大幅提升。公司 23Q1 收入 2.36 亿元 (-17.05%)，归母净利润-0.95 亿元 (-21.26%)，扣非归母净利润-1.13 亿元 (-20.18%)。公司 23Q1 毛利率同比提升超过 11 个百分点，主要是标品产品增速较快，带动毛利率提升；解决方案类收入受验收周期影响有所下滑。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



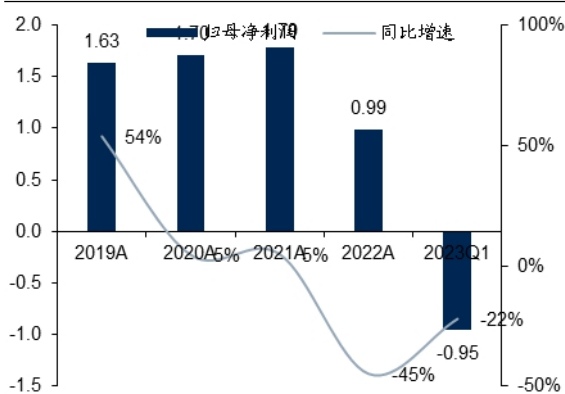
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



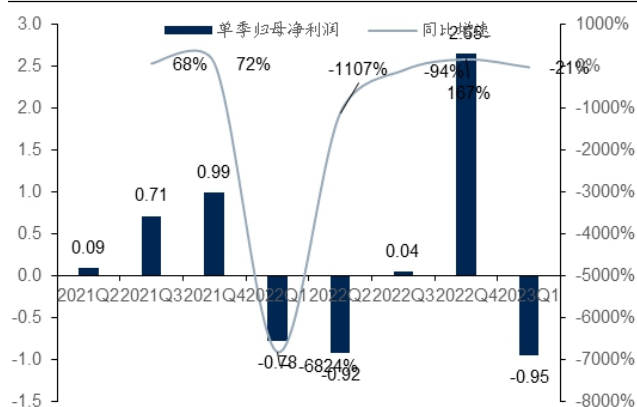
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

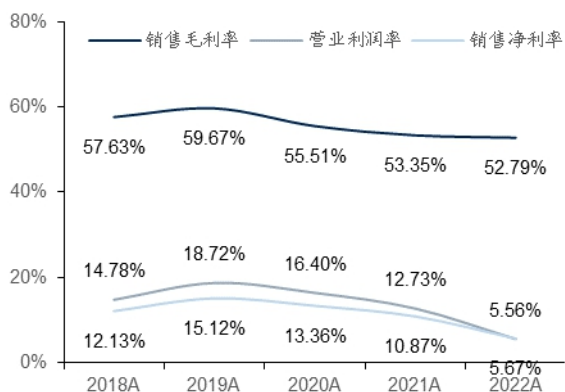
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

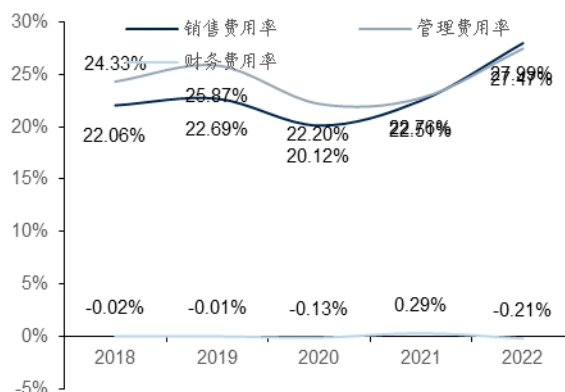
公司毛利率为 52.79%，同比略有下滑，主要是收入结构影响。公司费用投入有所提升，销售、管理、研发费用率分别为 27.99% (+5.48 pct)、8.74% (-0.10 pct)、18.74% (+4.82 pct)。但整体上，公司也加大费用管控，三费增速有所下滑，23Q1 延续下滑趋势。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

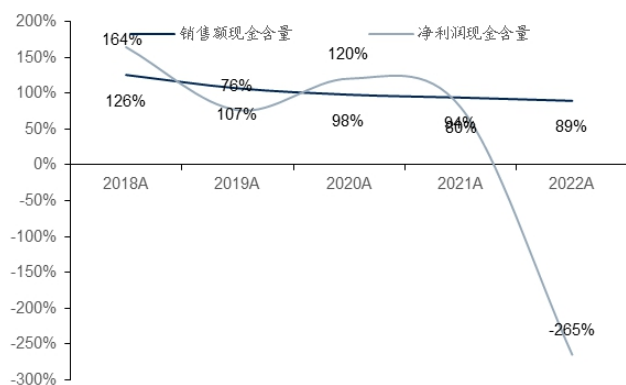
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

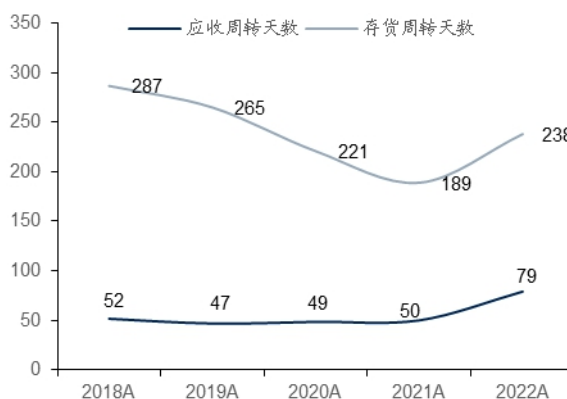
宏观环境影响运营指标。公司 22 年销售商品收到现金 15.37 亿元, 同比略有下降; 经营活动现金净流量为-2.61 亿元, 同比下降较大。公司应收周转天数、存货周转天数均有所提升。另一方面, 公司存货、合同负债 23Q1 环比均有提升, 公司项目和订单储备丰厚。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 21.82/27.43/34.13 亿元, 增速分别为 27%/26%/24%, 归母净利润为 1.88/3.11/4.68 亿元, 对应当前 PE 为 44/27/18 倍, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1261	1997	2000	2100	2200	营业收入	1667	1721	2182	2743	3413
应收款项	317	513	650	818	1017	营业成本	778	813	1009	1235	1501
存货净额	263	314	394	483	587	营业税金及附加	10	13	16	21	26
其他流动资产	244	416	527	663	825	销售费用	375	482	545	658	785
流动资产合计	2085	3240	3572	4063	4629	管理费用	147	150	177	208	258
固定资产	41	43	32	20	8	研发费用	232	322	371	439	512
无形资产及其他	35	52	51	50	49	财务费用	5	(4)	(18)	(17)	(17)
投资性房地产	329	346	346	346	346	投资收益	18	31	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	78	69	(30)	(30)	(30)
资产总计	2490	3682	4001	4480	5032	其他收入	(236)	(271)	(256)	(311)	(372)
短期借款及交易性金融负债	27	27	53	119	103	营业利润	212	96	186	317	478
应付款项	162	245	308	377	458	营业外净收支	0	(0)	0	0	0
其他流动负债	681	645	785	953	1155	利润总额	212	96	186	317	478
流动负债合计	871	917	1146	1449	1716	所得税费用	31	(2)	0	10	14
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	(1)	(2)	(3)	(5)
其他长期负债	158	118	77	36	(5)	归属于母公司净利润	179	99	188	311	468
长期负债合计	158	118	77	36	(5)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1029	1034	1222	1485	1711	净利润	179	99	188	311	468
少数股东权益	3	1	1	(1)	(3)	资产减值准备	20	(17)	(6)	(6)	(6)
股东权益	1458	2646	2778	2995	3323	折旧摊销	18	30	9	10	11
负债和股东权益总计	2490	3682	4001	4480	5032	公允价值变动损失	(78)	(69)	30	30	30
关键财务与估值指标						财务费用	5	(4)	(18)	(17)	(17)
每股收益	0.50	0.25	0.47	0.78	1.17	营运资本变动	(178)	(448)	(172)	(201)	(230)
每股红利	0.00	0.14	0.14	0.23	0.35	其它	(17)	16	5	5	4
每股净资产	4.05	6.61	6.94	7.49	8.31	经营活动现金流	(57)	(389)	54	148	278
ROIC	7.95%	-1.91%	3%	7%	10%	资本开支	0	(68)	(21)	(21)	(21)
ROE	12.25%	3.72%	7%	10%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	53%	53%	54%	55%	56%	投资活动现金流	0	(68)	(21)	(21)	(21)
EBIT Margin	7%	-3%	3%	7%	10%	权益性融资	(0)	1150	0	0	0
EBITDA Margin	9%	-2%	3%	7%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	31%	3%	27%	26%	24%	支付股利、利息	0	(56)	(56)	(93)	(141)
净利润增长率	5%	-45%	91%	65%	51%	其它融资现金流	91	155	26	66	(16)
资产负债率	41%	28%	31%	33%	34%	融资活动现金流	91	1193	(30)	(27)	(157)
股息率	0.0%	0.7%	0.7%	1.1%	1.7%	现金净变动	34	736	3	100	100
P/E	42.0	84.6	44.3	26.8	17.8	货币资金的期初余额	1227	1261	1997	2000	2100
P/B	5.1	3.2	3.0	2.8	2.5	货币资金的期末余额	1261	1997	2000	2100	2200
EV/EBITDA	60.1	(319.0)	133.1	51.0	29.3	企业自由现金流	0	(547)	(121)	(35)	82
						权益自由现金流	0	(392)	(77)	47	82

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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提及的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