

亚信安全 (688225.SH)

强烈推荐 (维持)

标品快速增长推动盈利能力提升, 渠道建设持续完善

22年标品战略与渠道建设稳步推进, 推动22Q4盈利能力快速提升, 行业客户结构持续优化。23Q1标品增长带动毛利率大幅增长, 控费效果积极, 费用增速下降显著, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ **事件:** 公司发布2022年财报与2023年一季报, 公司22年实现营收17.21亿元, 同比增长3.21%; 归母净利润0.99亿元, 同比减少44.85%; 扣非归母净利润0.08亿元, 同比减少91.95%。23Q1公司实现营收2.36亿元, 同比减少17.05%; 归母净利润-0.95亿元, 同比亏损扩大; 扣非归母净利润-1.13亿元, 同比亏损扩大。

□ **22Q4盈利能力大幅提升, 标品战略与渠道建设稳步推进。** 22Q4单季度实现营收6.92亿元, 同比增长0.54%; 归母净利润2.65亿元, 同比增长166.72%; 扣非归母净利润2.13亿元, 同比增长146.17%。报告期内, 公司加大在政府、金融、能源、制造业等行业的投入, 收入同比增长26.09%。非运营商行业收入占比由2021年41.48%, 上升至2022年的50.67%, 客户结构持续优化。标品战略稳步推进, 22年以端点安全为核心的标准化产品收入取得快速增长, 收入同比增长18.11%; 占比由2021年的37.16%, 上升至2022年的42.53%, 产品结构持续优化, 带动22Q4毛利率大幅提升, 22Q4毛利率为58.04%, 同比增加5.39pct。22年公司渠道建设不断完善, 围绕省办建设, 下沉合作伙伴渠道, 积极发展具有区域优势实力和影响力的渠道合作伙伴, 渠道合作伙伴数量快速增加, 同比增长46.92%。

□ **23Q1标品维持稳步增长态势, 费用增速稳步下降。** 23Q1营收呈下滑趋势, 但以端点安全产品为主的标准化产品及安全服务等业务继续保持稳步增长, 带动毛利率大幅提升, 23Q1毛利率为60.37%, 同比增加11.58pct。其中受验收周期波动影响, 解决方案类业务收入有所下降; 云网虚拟化软件业务主要为响应客户项目中的需求而开展, 一季度客户需求有所下滑。报告期内, 公司销售费用、研发费用、管理费用合计2.74亿元, 三项费用增速18.34%, 较2022年同期的费用增速下降约54个百分点, 降本控费策略效果明显。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。** 标品战略与渠道建设稳步推进, 预计公司23-25年归母净利润为1.70/2.16/2.78亿元, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示:** 行业竞争加剧、需求不及预期、政策推进不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1667	1721	2056	2529	3162
同比增长	31%	3%	19%	23%	25%
营业利润(百万元)	212	96	182	232	300
同比增长	2%	-55%	90%	27%	29%
归母净利润(百万元)	179	99	170	216	278
同比增长	5%	-45%	72%	27%	29%
每股收益(元)	0.45	0.25	0.42	0.54	0.70
PE	48.0	87.1	50.5	39.8	30.8
PB	5.9	3.2	3.1	2.9	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

TMT及中小盘/计算机
目标估值: NA
当前股价: 21.46元

基础数据

总股本(万股)	40001
已上市流通股(万股)	10974
总市值(亿元)	86
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	3.2
资产负债率	26.5%
主要股东	亚信信远(南京)企业管理有
主要股东持股比例	20.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	9	10
相对表现	-11	2	9



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《亚信安全(688225)—Q2营收实现高速增长, 营收结构优化效果显著》2022-08-28
- 《亚信安全(688225)—21Q4实现高速增长, 业务质量、营收结构持续优化》2022-04-29
- 《亚信安全(688225): 以身份&终端安全为核心, 打造一体化云安全平台——精读新股系列(十)》2022-02-06

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

石恺 研究助理

shikai2@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2085	3240	3473	3785	4196
现金	1261	1997	2032	2019	1993
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	18	10	11	14	18
应收款项	280	476	546	672	840
其它应收款	19	27	32	40	50
存货	263	314	357	434	539
其他	244	416	494	607	757
非流动资产	405	441	433	425	419
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	41	43	44	45	46
无形资产商誉	35	52	47	42	38
其他	329	346	342	338	335
资产总计	2490	3682	3906	4211	4615
流动负债	871	917	981	1121	1312
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	162	245	285	347	431
预收账款	322	287	334	407	505
其他	386	384	361	367	375
长期负债	158	118	118	118	118
长期借款	0	0	0	0	0
其他	158	118	118	118	118
负债合计	1029	1034	1099	1239	1429
股本	360	400	400	400	400
资本公积金	363	1500	1500	1500	1500
留存收益	735	746	905	1070	1284
少数股东权益	3	1	1	1	1
归属于母公司所有者权益	1458	2646	2806	2970	3184
负债及权益合计	2490	3682	3906	4211	4615

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	144	(261)	(99)	(133)	(132)
净利润	181	98	170	216	278
折旧摊销	22	35	23	22	21
财务费用	8	5	0	0	0
投资收益	(18)	(31)	(186)	(186)	(186)
营运资金变动	(46)	(372)	(111)	(192)	(256)
其它	(4)	4	5	8	10
投资活动现金流	(76)	(31)	171	171	171
资本支出	(52)	(48)	(15)	(15)	(15)
其他投资	(23)	17	186	186	186
筹资活动现金流	(31)	1025	(37)	(51)	(65)
借款变动	(197)	(58)	(27)	0	0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	50	1137	0	0	0
股利分配	0	(50)	(10)	(51)	(65)
其他	115	(44)	0	0	0
现金净增加额	37	734	35	(13)	(26)

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1667	1721	2056	2529	3162
营业成本	778	813	946	1151	1429
营业税金及附加	10	13	16	19	24
营业费用	375	482	545	632	743
管理费用	147	150	180	221	276
研发费用	232	322	374	460	575
财务费用	5	(4)	0	0	0
资产减值损失	(47)	(35)	0	0	0
公允价值变动收益	44	51	51	51	51
其他收益	78	104	104	104	104
投资收益	18	31	31	31	31
营业利润	212	96	182	232	300
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	212	96	182	232	300
所得税	31	(2)	12	16	22
少数股东损益	3	(1)	0	0	0
归属于母公司净利润	179	99	170	216	278

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	31%	3%	19%	23%	25%
营业利润	2%	-55%	90%	27%	29%
归母净利润	5%	-45%	72%	27%	29%
获利能力					
毛利率	53.3%	52.8%	54.0%	54.5%	54.8%
净利率	10.7%	5.7%	8.3%	8.5%	8.8%
ROE	13.3%	4.8%	6.2%	7.5%	9.0%
ROIC	13.4%	4.6%	6.1%	7.4%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	41.3%	28.1%	28.1%	29.4%	31.0%
净负债比率	1.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	3.5	3.5	3.4	3.2
速动比率	2.1	3.2	3.2	3.0	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9
应收账款周转率	6.8	4.4	3.9	4.1	4.1
应付账款周转率	6.2	4.0	3.6	3.6	3.7
每股资料(元)					
EPS	0.45	0.25	0.42	0.54	0.70
每股经营净现金	0.36	-0.65	-0.25	-0.33	-0.33
每股净资产	3.65	6.61	7.01	7.43	7.96
每股股利	0.13	0.03	0.13	0.16	0.21
估值比率					
PE	48.0	87.1	50.5	39.8	30.8
PB	5.9	3.2	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	33.6	72.7	37.3	30.1	23.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘玉萍：计算机行业首席分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士。优势领域云计算，2022 年水晶球最佳分析师第一名。

周翔宇：计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名。

孟林：计算机行业分析师，中科院信息工程研究所硕士，两年四大行技术部工作经验，两年一级市场投资经验，2020 年加入招商证券。

石恺：计算机行业研究助理，康奈尔大学电子与计算机工程、香港科技大学金融数学双硕士，华盛顿大学电子工程学士，2021 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。