

**证券研究报告—动态报告**

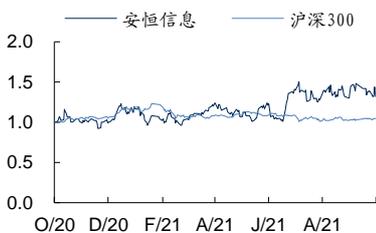
信息技术

软件与服务

**安恒信息(688023)**
**买入**
**2021 三季度报点评**

(维持评级)

2021年10月24日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	78/52
总市值/流通(百万元)	24,630/16,270
上证综指/深圳成指	3,583/14,493
12个月最高/最低(元)	375.10/215.33

**相关研究报告:**

《安恒信息-688023-2021 中报点评: 上半年保持高速增长, 高投入先行暂时亏损》——2021-08-28

《安恒信息-688023-2020 年报和一季报点评: 新兴安全亮点十足, 一季报高速增长超预期》——2021-04-26

《安恒信息-688023-2020 年业绩快报点评: 业绩超预期, 高景气赛道持续高速增长》——2021-03-01

《安恒信息-688023-2020 年三季度报点评: 三季度大超预期, 多云管理再启新增长点》——2020-10-27

《安恒信息-688023-深度报告: 大数据驱动新兴安全, 后起之秀领跑行业》——2020-10-12

**证券分析师: 熊莉**

 E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

**证券分析师: 库宏焱**

 电话: 021-60875168  
 E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**三季度增速放缓, 全年高增长目标不变**
**● 三季度增速低于预期, 持续高投入导致亏损扩大**

2021 三季度, 公司收入 8.66 亿元 (+31.11%), 归母净利润为-2.68 亿元 (-697%), 扣非归母净利润为-3.51 亿元 (-624%)。单 Q3 来看, 公司实现收入 4.04 亿元 (+18.72%), 归母净利润-0.94 亿元 (-458%), 扣非归母净利润为-0.99 亿元(-645%)。20Q3 单季收入增速达到 65%, 基数较大。整体 Q3 收入增速低于预期, 利润亏损进一步扩大(由于股权激励, 2021 年需要摊销 7912 万元)。公司进一步加大投入, 前三季度销售费用同比增长 51.05%, 研发费用同比增长 42.11%。

**● 服务保持高增长, 合同负债和存货处于高位是信心来源**

公司整体毛利率为 57.02%, 同比下降 8.66 个百分点。服务快速增长, 产品收入阶段性放缓, 导致毛利率有所下降。同时, 从上半年来看, 公司整体人员达到 3304 人, 同比增长 36.19%, 其中研发人员增长 46.18%, 人力成本提升。另一方面, 公司三季度存货达到 2.20 亿元, 比二季度增长 0.53 亿, 同比增长 81.82%。合同负债达到 1.64 亿元, 比二季度下降 0.1 亿, 同比增长 51.85%。存货和预收均为四季度高增长提供信心, 随着 Q4 产品确收恢复, 毛利率也有望重新提升。

**● 前三季度波动不改景气趋势, 定增落地持续丰富产品生态**

安全行业季节性明显, 前三季度在全年收入占比均不高, 尤其党政领域占比较高的企业。公司平台类产品以大项目为主, 存在一定确认节奏波动影响, 如公司 20Q2 单季度增速仅为 10%。公司定增已经完成, 包括中国电信、QFII 等五家知名机构认购, 定增价高达 324.23 元。随着数据安全法、关基条例等出炉, 预计明年将陆续看到标杆项目落地。

**● 风险提示: 等保 2.0 等政策不及预期; 行业竞争加剧; 疫情影响加剧**
**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

由于当前业绩承压, 下调整体盈利预测。预测 2021-2023 年归母净利润由 1.91/2.78/4.40 亿元, 下调为 0.89/2.17/3.82 亿元, 对应 PE 为 277/113/64 倍。考虑安全政策持续推动, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

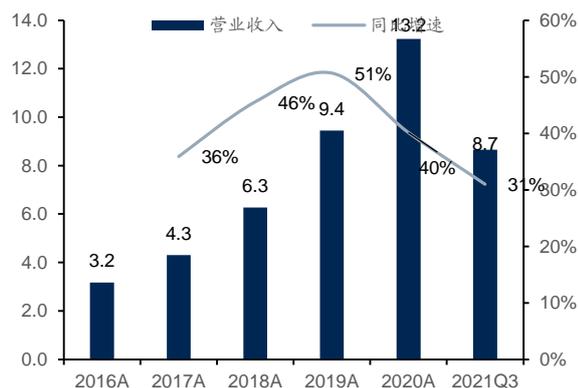
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	944	1,323	1,859	2,568	3,476
(+/-%)	50.7%	40.1%	40.6%	38.1%	35.4%
净利润(百万元)	92	134	89	217	382
(+/-%)	20.0%	45.4%	-33.8%	144.7%	76.1%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.72	1.14	2.78	4.90
EBIT Margin	25.8%	26.8%	-0.9%	3.6%	6.9%
净资产收益率(ROE)	5.9%	8.0%	5.1%	11.4%	17.5%
市盈率(PE)	266.4	183.2	276.9	113.1	64.3
EV/EBITDA	94.4	64.9	1648.7	211.4	98.4
市净率(PB)	15.8	14.72	14.16	12.95	11.26

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

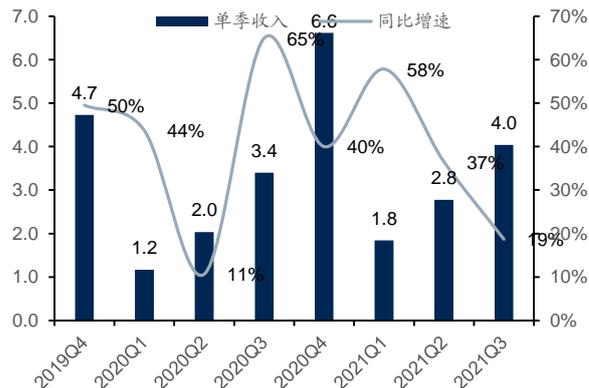
三季度增速放缓，全年仍维持高增长目标。2021 三季度，公司收入 8.66 亿元 (+31.11%)，归母净利润为-2.68 亿元 (-697%)，扣非归母净利润为-3.51 亿元 (-624%)。单 Q3 来看，公司实现收入 4.04 亿元 (+18.72%)。20Q3 单季收入增速达到 65%，基数较大；整体 21Q3 收入增速低于预期。公司三季度存货达到 2.20 亿元，比二季度增长 0.53 亿，同比增长 81.82%。合同负债达到 1.64 亿元，比二季度下降 0.1 亿，同比增长 51.85%。存货和预收均为四季度高增长提供信心，随着 Q4 产品确收恢复，毛利率也有望重新提升。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



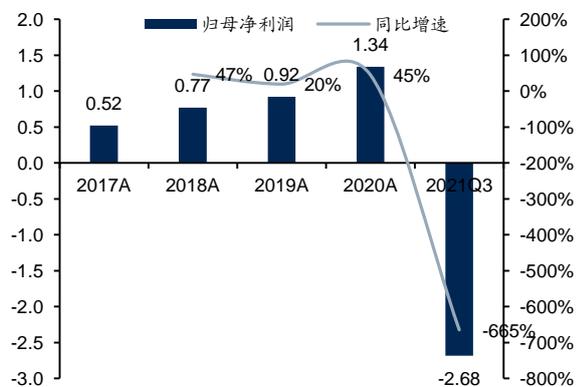
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



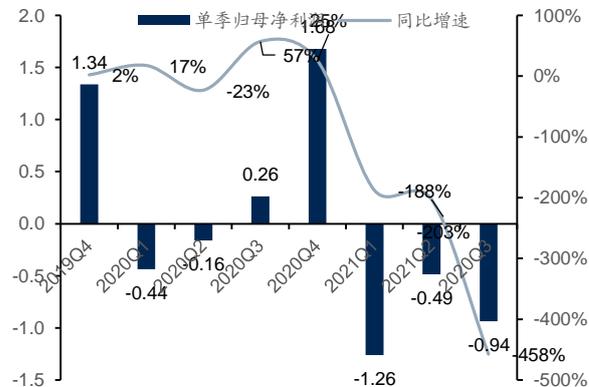
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**投资建议: 维持“买入”评级。**由于当前业绩承压, 下调整体盈利预测。预测 2021-2023 年归母净利润由 1.91/2.78/4.40 亿元, 下调为 0.89/2.17/3.82 亿元, 对应 PE 为 277/113/64 倍。考虑安全政策持续推动, 维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 211023	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PS (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
688023	安恒信息	315.02	246.30	1.8	1.1	2.8	4.9	174.0	276.3	113.3	64.3	8.0	12.73	买入
300454	深信服	213.00	881.46	2.0	2.5	3.5	4.6	107.6	85.5	61.7	46.5	16.5	11.71	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1313	1763	2100	2599	营业收入	1323	1859	2568	3476
应收款项	347	488	674	913	营业成本	411	672	904	1196
存货净额	115	195	265	353	营业税金及附加	17	22	31	42
其他流动资产	21	29	40	54	销售费用	439	604	796	1025
<b>流动资产合计</b>	<b>1967</b>	<b>2645</b>	<b>3250</b>	<b>4090</b>	管理费用	102	577	745	974
固定资产	317	288	257	226	财务费用	(22)	(18)	(24)	(30)
无形资产及其他	20	20	20	20	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	133	133	133	133	资产减值及公允价值变动	4	(8)	(8)	(8)
长期股权投资	26	33	39	46	其他收入	(376)	90	102	110
<b>资产总计</b>	<b>2463</b>	<b>3119</b>	<b>3700</b>	<b>4515</b>	营业利润	9	86	212	375
短期借款及交易性金融负债	22	10	10	10	营业外净收支	(9)	1	1	1
应付款项	175	295	402	536	<b>利润总额</b>	<b>0</b>	<b>87</b>	<b>213</b>	<b>376</b>
其他流动负债	499	986	1307	1713	所得税费用	(1)	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>695</b>	<b>1291</b>	<b>1718</b>	<b>2259</b>	少数股东损益	(2)	(2)	(4)	(7)
长期借款及应付债券	85	85	85	85	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>134</b>	<b>89</b>	<b>217</b>	<b>382</b>
其他长期负债	11	5	0	(5)					
<b>长期负债合计</b>	<b>96</b>	<b>90</b>	<b>85</b>	<b>80</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>791</b>	<b>1382</b>	<b>1804</b>	<b>2339</b>	净利润	134	89	217	382
少数股东权益	3	1	(1)	(6)	资产减值准备	1	(0)	(0)	(0)
股东权益	1669	1736	1897	2183	折旧摊销	36	33	34	34
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2463</b>	<b>3119</b>	<b>3700</b>	<b>4515</b>	公允价值变动损失	(4)	8	8	8
					财务费用	(22)	(18)	(24)	(30)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(42)	374	154	194
每股收益	1.72	1.14	2.78	4.90	其它	(3)	(1)	(2)	(5)
每股红利	0.44	0.29	0.71	1.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>122</b>	<b>502</b>	<b>410</b>	<b>613</b>
每股净资产	21.40	22.25	24.33	27.98	资本开支	(77)	(11)	(11)	(11)
ROIC	22%	-1%	8%	25%	其它投资现金流	(171)	0	0	0
ROE	8%	5%	11%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(254)</b>	<b>(17)</b>	<b>(17)</b>	<b>(17)</b>
毛利率	69%	64%	65%	66%	权益性融资	2	0	0	0
EBIT Margin	27%	-1%	4%	7%	负债净变化	(22)	0	0	0
EBITDA Margin	30%	1%	5%	8%	支付股利、利息	(34)	(23)	(55)	(97)
收入增长	40%	41%	38%	35%	其它融资现金流	72	(12)	0	0
净利润增长率	45%	-34%	145%	76%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(39)</b>	<b>(35)</b>	<b>(55)</b>	<b>(97)</b>
资产负债率	32%	44%	49%	52%	<b>现金净变动</b>	<b>(170)</b>	<b>450</b>	<b>338</b>	<b>499</b>
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	货币资金的期初余额	1483	1313	1763	2100
P/E	183.2	276.9	113.1	64.3	货币资金的期末余额	1313	1763	2100	2599
P/B	14.7	14.2	12.9	11.3	企业自由现金流	274	378	268	456
EV/EBITDA	64.9	1648.7	211.4	98.4	权益自由现金流	324	384	292	486

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 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 楼  
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