

不惧疫情，营收继续保持快速增长

增持|维持

事件：

公司于4月28日晚发布《2020年第一季度报告》。2020年第一季度实现营业收入1.17亿元，同比增长43.70%，实现归母净利润-4375.94万元，实现扣非归母净利润-4602.83万元。

点评：

● 第一季度营业收入增速高达43.70%，疫情影响有限

在第一季度新冠肺炎疫情的大背景下，公司实现营业收入1.17亿元，增速高达43.70%，延续过去几年高增长的态势。高增长的主要原因：云安全、大数据等新一代网络信息安全产品销量增长较快。营业成本为0.44亿元，同比增长71.18%，快于营业收入的增速，主要原因：营业收入快速增长和人工成本上涨。销售费用为0.65亿元，同比增长32.35%，低于营业收入的增速，控制良好。经营活动产生的现金流量净额为-2.11亿元，显著高于上年同期，主要是支付职工薪酬增加所致。

● 政策驱动，网络信息安全行业迎来高景气周期

从国内网络信息安全行业的发展历史来看，行业需求主要由政策和技术进步所驱动。根据前瞻产业研究院的统计，2018年中国网络信息安全市场规模接近500亿元，预测2021年将达到926.8亿元，2019-2021年市场规模CAGR超20%，且呈现加速增长态势，千亿规模指日可待。2019年5月13日，《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》正式发布，等级保护标准进入2.0时代。根据中国投资咨询网的数据，等保2.0将带动网络信息安全行业大发展，至少打开百亿级以上增量市场空间。

● 《网络安全审查办法》发布，新增网络信息安全需求有望显现

根据网信办官网4月27日的信息，近日，国家互联网信息办公室会同国家发展改革委等十二部门联合发布《网络安全审查办法》，关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的，应当按照本办法进行网络安全审查，本办法自2020年6月1日起实施。我们认为：伴随着5G、工业互联网、大数据中心、云计算等新一代数字基础设施规模化建设和应用，越来越多重要信息系统将承载与国家安全和经济发展密切相关的核心业务和海量数据，强化关键信息基础设施安全防护是适时之举，该办法有望带来新增的网络信息安全需求。

● 投资建议与盈利预测

随着《网络安全法》、等保2.0、《网络安全审查办法》等法律和政策的落地，网络信息安全行业已经迎来高景气周期，公司有望充分受益。预计公司2020-2022年营业收入为13.52、18.95、26.05亿元，归母净利润为1.28、1.78、2.45亿元，EPS为1.73、2.40、3.31元/股。考虑到公司目前收入体量较小，处于快速成长期，净利润率较同业龙头公司偏低，采用PS估值法较为合理。上市以来，公司PS主要运行在9-21倍之间，给予2020年15倍的目标PS，目标价为273.73元，维持“增持”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情疫情影响政企客户的网络信息安全投入；等保2.0等政策落地低于预期；新产品研发及市场推广低于预期；行业竞争加剧，行业整体盈利能力下降等。

当前价/目标价：235.07元/273.73元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：271.0 / 79.06

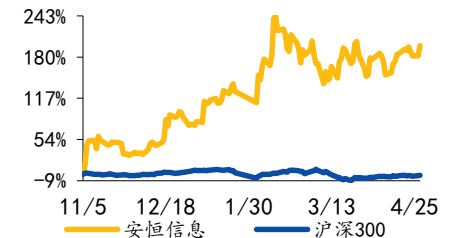
A股流通股（百万股）：16.20

A股总股本（百万股）：74.07

流通市值（百万元）：3807.27

总市值（百万元）：17412.59

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-安恒信息(688023.SH)：聚焦新兴安全，持续快速成长》2020.04.22

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)	626.59	944.03	1351.68	1895.25	2604.74
收入同比(%)	45.58	50.66	43.18	40.21	37.44
归母净利润(百万元)	76.87	92.22	128.20	177.57	244.90
归母净利润同比(%)	47.45	19.96	39.02	38.51	37.92
ROE(%)	15.17	5.95	7.64	9.57	11.66
每股收益(元)	1.04	1.24	1.73	2.40	3.31
市盈率(P/E)	226.51	188.81	135.82	98.06	71.10

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	664.42	1853.27	2117.46	2477.68	2958.46
现金	397.77	1482.75	1609.29	1777.13	2020.69
应收账款	169.73	200.92	281.71	392.69	533.94
其他应收款	39.51	41.38	65.02	90.02	120.34
预付账款	3.40	5.09	7.72	10.38	13.75
存货	48.82	115.64	144.61	197.15	258.54
其他流动资产	5.19	7.49	9.12	10.31	11.20
非流动资产	227.48	318.90	331.48	358.96	377.24
长期投资	21.21	20.10	21.32	22.36	24.31
固定资产	32.73	280.62	293.05	317.91	332.49
无形资产	8.32	6.86	6.63	7.68	9.23
其他非流动资产	165.22	11.33	10.48	11.01	11.21
资产总计	891.89	2172.17	2448.94	2836.64	3335.70
流动负债	298.65	499.04	625.23	806.04	1024.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	94.60	154.20	214.58	296.31	400.58
其他流动负债	204.05	344.83	410.66	509.73	623.54
非流动负债	86.13	122.77	145.13	174.46	210.54
长期借款	81.30	107.00	134.86	164.17	198.43
其他非流动负债	4.83	15.77	10.27	10.29	12.11
负债合计	384.77	621.81	770.36	980.49	1234.65
少数股东权益	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	55.56	74.07	74.07	74.07	74.07
资本公积	309.11	1241.88	1241.88	1241.88	1241.88
留存收益	142.20	234.42	362.62	540.19	785.09
归属母公司股东权益	506.86	1550.37	1678.57	1856.14	2101.04
负债和股东权益	891.89	2172.17	2448.94	2836.64	3335.70

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	95.98	216.52	132.60	187.55	251.75
净利润	75.74	92.17	128.20	177.57	244.90
折旧摊销	12.74	24.45	18.60	20.54	22.41
财务费用	-1.84	-2.81	0.66	1.59	2.41
投资损失	0.59	1.75	1.78	1.82	1.87
营运资金变动	0.56	88.06	-10.21	-19.93	-29.80
其他经营现金流	8.18	12.89	-6.43	5.96	9.95
投资活动现金流	8.80	-119.20	-33.85	-49.35	-42.48
资本支出	95.24	126.85	27.14	41.28	32.86
长期投资	-102.19	0.01	1.26	1.08	2.06
其他投资现金流	1.85	7.66	-5.44	-6.99	-7.56
筹资活动现金流	73.78	988.48	27.78	29.64	34.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	71.07	25.70	27.86	29.31	34.26
普通股增加	0.00	18.52	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-2.37	932.77	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	5.09	11.50	-0.08	0.33	0.03
现金净增加额	178.57	1085.80	126.54	167.84	243.56

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	626.59	944.03	1351.68	1895.25	2604.74
营业成本	184.83	288.18	410.59	573.36	785.91
营业税金及附加	8.21	11.69	16.49	22.93	31.26
营业费用	205.98	316.26	448.08	627.71	862.43
管理费用	59.39	84.53	120.57	168.87	231.82
研发费用	151.95	204.54	284.18	375.77	497.01
财务费用	-1.84	-2.81	0.66	1.59	2.41
资产减值损失	-8.19	-2.89	-2.67	-2.53	-2.41
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.59	-1.75	-1.78	-1.82	-1.87
营业利润	74.02	92.12	126.82	175.11	241.60
营业外收入	1.49	0.29	0.68	0.73	0.81
营业外支出	0.30	1.40	0.89	0.46	0.48
利润总额	75.21	91.01	126.61	175.38	241.93
所得税	-0.53	-1.16	-1.60	-2.19	-2.98
净利润	75.74	92.17	128.20	177.57	244.90
少数股东损益	-1.14	-0.05	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	76.87	92.22	128.20	177.57	244.90
EBITDA	84.92	113.76	146.07	197.24	266.42
EPS (元)	1.38	1.24	1.73	2.40	3.31

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	45.58	50.66	43.18	40.21	37.44
营业利润 (%)	29.88	24.46	37.66	38.08	37.97
归属母公司净利润 (%)	47.45	19.96	39.02	38.51	37.92
获利能力					
毛利率 (%)	70.50	69.47	69.62	69.75	69.83
净利率 (%)	12.27	9.77	9.48	9.37	9.40
ROE (%)	15.17	5.95	7.64	9.57	11.66
ROIC (%)	42.70	48.72	61.66	72.05	86.48
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.14	28.63	31.46	34.57	37.01
净负债比率 (%)	22.54	20.89	20.56	19.34	18.33
流动比率	2.22	3.71	3.39	3.07	2.89
速动比率	2.06	3.48	3.15	2.83	2.63
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.62	0.59	0.72	0.84
应收账款周转率	4.46	4.86	5.24	5.32	5.33
应付账款周转率	2.33	2.32	2.23	2.24	2.26
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.04	1.24	1.73	2.40	3.31
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.30	2.92	1.79	2.53	3.40
每股净资产 (最新摊薄)	6.84	20.93	22.66	25.06	28.36
估值比率					
P/E	226.51	188.81	135.82	98.06	71.10
P/B	34.35	11.23	10.37	9.38	8.29
EV/EBITDA	188.86	140.98	109.79	81.31	60.20

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间接损失承担任何责任。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