

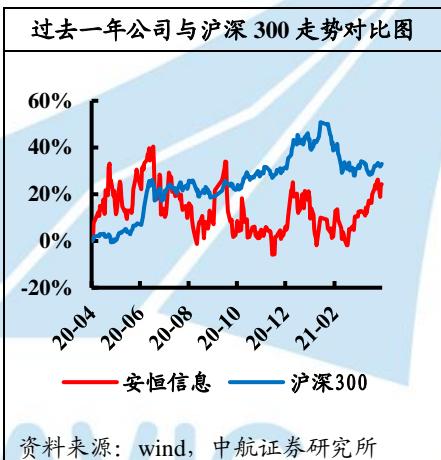
安恒信息（688023）2020 及 2021Q1 点评： 营收快速增长，仍需大规模资本投入

中航证券研究所
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 邮箱：luzy@avicsec.com

行业分类：计算机 2021 年 4 月 28 日

公司投资评级	持有
当前股价(2021.04.28)	292 元

基础数据 (2021.04.28)	
上证指数	3457.07
总股本 (亿股)	0.74
流通 A 股 (亿股)	0.52
资产负债率 (2020)	32.12%
ROE (2020, 推薄)	8.03%
PE (TTM)	418
PB (LF)	13.85



- **事件：**公司 4 月 24 日公告，2020 年实现营收 13.23 亿元(+40.14%)，归母净利润 1.34 亿元(+45.43%)，经营性净现金流净额 2.80 亿元(+29.32%)。2021Q1 实现营收 1.84 亿元(+57.84%)，归母净利润-1.26 亿元(去年同期为-0.44 亿元)。
- **投资要点：**
 - 营收连续四年高速增长，平台类业务发展迅速。公司抓住国内经济数字化转型的机遇，不断优化产品结构，产品和平台的核心竞争力持续提升，云安全、大数据等新一代网络信息安全产品销量快速增长，安全服务业务规模进一步扩大。目前公司已形成了以应用安全及数据安全产品为基础，围绕新监管、新技术及新服务的完整产品线。从产品收入结构来看，(1) 网络信息安全基础产品收入 4.61 亿元(+20.15%); (2) 网络信息安全平台收入 4.45 亿元(+63.91%); (3) 网络信息安全服务收入 3.68 亿元(+39.52%); (4) 第三方硬件产品收入 0.29 亿元(+181.97%)。公司营收规模连年快速增长，四年时间从 3.17 亿元增长到 13.23 亿元，年均增速超过 40%。2021Q1 营收增速(+57.84%)，仍然保持了快速增长态势。我们认为，公司平台类业务未来仍将维持高速增长，安全服务类业务将相对快速增长，安全基础产品也有望实现持续平稳增长。
 - 2020 年高质量快速发展，2021 年 Q1 亏损同比增加。从年报来看，年末员工总数达到 2719 人(+51.14%)。在规模快速扩张情况下，营收与营业总成本增速相当，毛利率基本保持稳定。销售、管理、研发费用分别同比增加 38.91%、20.51%、52.40%，财务费用为负，总体费用控制较好，研发、销售投入力度较大。研发投入营收占比高达 23.56%，且全部做了费用化处理。合同负债及预收款项 1.62 亿元(+40.86%)，与营收实现同步快速增长，显示新订单锁定情况良好。经营活动产生的现金流量净额 2.80 亿元(+29.32%)，近四年均有效覆盖了同期归母净利润。从最新季报来看，2021Q1 归母净利润-1.26 亿(-188.24%)，主要是公司的销售以及收入确认呈现的季节性特征影响。销售毛利率(-10.09 pcts)，预计是低毛利的业务占比提升拉低了整体毛利率。销售、管理、研发费用分别同比增加 88.72%、53.86%、96.47%。经营活动产生的现金流量净额为-3.45 亿元(去年同期为-2.11 亿元)，主要系本期支付职工薪酬增加所致。综合来看，公司业务规模处于快速上升期，扩张的人员数量将为业务拓展提供支持。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航
 资本大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传真：010-59562637

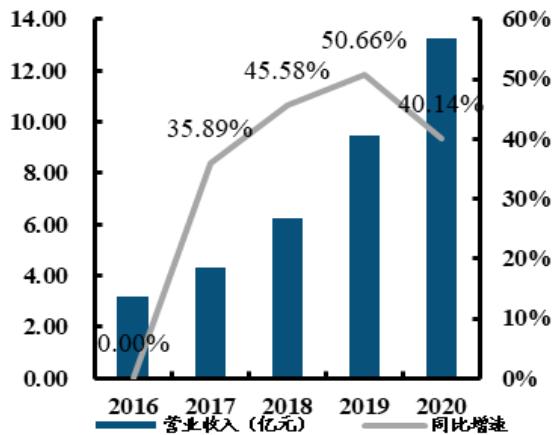
- **紧跟市场发展趋势与客户需求，持续实现新兴安全领域技术突破。**公司在Web应用安全、数据库审计、态势感知、云安全及大数据安全等领域实现了多项技术突破。截至年度报告期末，公司共拥有48项核心技术，其中22项是公司基于云安全、大数据安全、物联网安全和智慧城市安全等新兴安全领域进行深入研发积累所得。新申请专利505项，获得批准专利108项（均为发明专利），新增已登记的软件著作权66项。2020年，公司在赛迪咨询机构发布的《网络安全新服务白皮书（2020）》中，传统场景下的新服务、新场景下的传统服务、新场景下的新服务等象限名列前茅。与此同时，在2020“网络安全创新能力100强评选”活动中荣获安全服务创新能力奖。此外，基于DevSecOps安全模型的安全开发解决方案荣获2020CIO智选解决方案奖以及金融科技创新突出贡献奖、开发创新贡献奖。我们认为，公司研发实力比较强，能把握技术发展趋势，在研核心技术确保了公司在多个网络安全相关细分领域处于行业领先位置。
- **现阶段仍需大规模资本投入。**公司4月27日发布“关于向特定对象发行股票申请文件修订说明的公告”，拟向特定对象发行股票募集资金不超过13.33亿元。加上自筹资金合计投资17.14亿元，投入数据安全岛平台研发及产业化项目（总投资4.76亿元）、涉网犯罪侦查打击服务平台研发及产业化项目（总投资1.30亿元）、信创产品研发及产业化项目（总投资6.21亿元）、网络安全云靶场及教育产业化项目（总投资1.58亿元）、新一代智能网关产品研发及产业化项目（总投资2.26亿元）、车联网安全研发中心建设项目（总投资1.02亿元），建设期均为3年。我们认为，公司以往实现了高质量的快速增长，国内网络安全市场处于云化、数据化、服务化、实战化重要的转型发展期，公司需要持续进行市场、管理、研发、商业模式创新等方面的大规模资本投入。
- **投资建议：**综合分析，我们认为公司在新兴网络安全领域的重点赛道上建立起了一定的竞争优势，但现阶段仍需大规模资本投入。预测安恒信息在2021年、2022年、2023年的营业收入分别为18.73亿元、25.95亿元和35.49亿元；归母净利润分别为1.67亿元、2.12亿元、2.73亿元，对应EPS分别为2.26元、2.86元、3.69元，当前股价对应PE分别为当前股价对应PE分别为123倍、93倍和73倍，给予“持有”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，技术快速迭代升级。
- **盈利预测：**

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1322.97	1873.06	2595.32	3549.10
增长率（%）	40.14%	41.58%	38.56%	36.75%
归属母公司股东净利润	134.12	167.21	211.70	273.46
增长率（%）	45.43%	24.68%	26.61%	29.17%
每股收益(BPS)	1.81	2.26	2.86	3.69

数据来源：wind，中航证券研究所

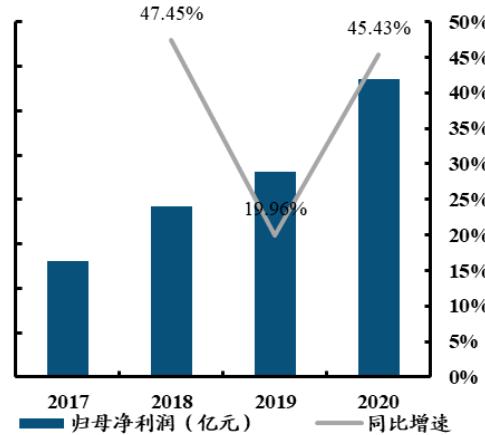
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司 2017-2020 营业收入及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司 2017-2020 归母净利润及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

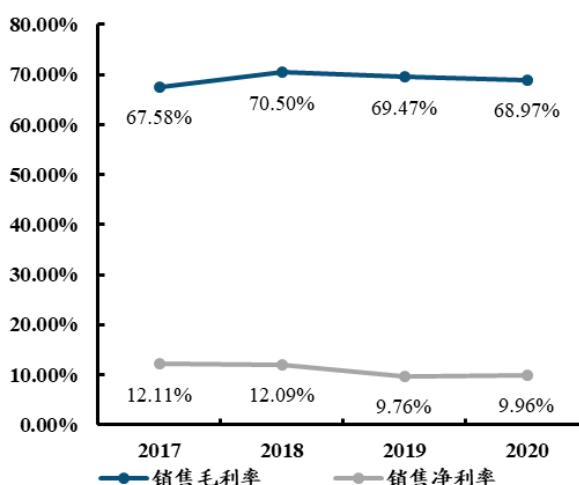
图 3: 公司 2017-2020 三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

注: 管理费用中均包含研发费用

图 4: 公司 2017-2020 利率及净利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表：安恒信息盈利预测（单位：百万元）

利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1322.97	1873.06	2595.32	3549.10	货币资金	1312.59	1523.67	1626.55	1797.45
营业成本	410.55	575.41	797.28	1055.86	应收和预付款项	354.14	501.30	694.60	949.30
营业税金及附加	16.60	22.66	31.40	42.94	存货	115.22	178.38	247.16	327.32
销售费用	439.31	622.04	853.60	1163.04	其他流动资产	184.59	13.11	18.17	24.84
管理费用	413.59	565.10	781.71	1098.45	长期股权投资	26.50	26.50	26.50	26.50
财务费用	-21.95	0.19	0.26	0.35	投资性房地产	11.39	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-3.69	-6.20	-5.10	-6.40	固定资产和在建工程	317.48	494.14	656.36	804.46
投资收益	3.39	7.20	6.20	7.50	无形资产和开发支出	21.12	18.83	16.54	14.24
公允价值变动损益	0.68	1.30	0.98	0.98	其他非流动资产	120.09	126.22	131.35	135.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	2463.12	2882.15	3417.22	4079.60
营业利润	139.78	89.96	133.14	190.54	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.84	73.50	74.30	78.40	应付和预收款项	609.28	873.58	1210.43	1620.60
利润总额	130.94	163.46	207.44	268.94	长期借款	85.00	85.00	85.00	85.00
所得税	-0.85	-1.43	-1.93	-2.20	其他负债	96.79	127.35	166.96	212.30
净利润	131.79	164.89	209.38	271.14	负债合计	791.07	1085.93	1462.39	1917.91
少数股东损益	-2.32	-2.32	-2.32	-2.32	股本	74.07	74.07	74.07	74.07
归属母公司股东净利润	134.12	167.21	211.70	273.46	资本公积	1254.82	1254.82	1254.82	1254.82
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	留存收益	340.53	467.02	627.95	837.13
经营活动现金流净额	279.99	268.07	353.23	433.55	归属母公司股东权益	1669.43	1795.92	1956.85	2166.03
投资活动现金流净额	-397.43	-20.93	-204.32	-203.02	少数股东权益	2.62	0.30	-2.02	-4.34
筹资活动现金流净额	-54.83	-36.05	-46.03	-59.63	股东权益合计	1672.05	1796.22	1954.83	2161.69
现金流量净额	-172.27	211.08	102.88	170.90	负债和股东权益合计	2463.12	2882.15	3417.22	4079.60

数据来源：wind，中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：预计未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。