

证券研究报告—动态报告

信息技术

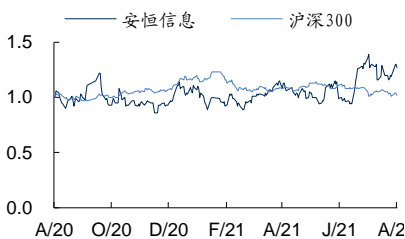
软件与服务

安恒信息(688023)
买入

2021 中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 27 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)	74/52
总市值/流通(百万元)	24,304/16,946
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12个月最高/最低(元)	375.10/215.33

相关研究报告:

《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, 高景气赛道持续高增长》——2021-03-01

《安恒信息-688023-2020 年三季报点评: 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

《安恒信息-688023-2020 年中报点评: 二季度增速放缓, 新产品和服务拓展可期》——2020-08-21

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

上半年保持高增长, 高投入先行暂时亏损

● 营收保持高增长, 人员高增长导致亏损扩大

2021 上半年, 公司收入 4.62 亿元 (+44.28%), 归母净利润为-1.75 亿元 (-192%), 扣非归母净利润为-2.53 亿元 (-280%)。亏损扩大是公司持续战略投入, 上半年公司研发人员增长 46.18%, 研发投入同比增长 89.65%; 公司整体人员达到 3304 人, 同比增长 36.19%。同时, 公司上半年确认 4411.15 万元股份支付。今年销售费用和管理费用分别增长 82%/71%, 主要在去年疫情影响下, 上半年整体费用较低。

● 服务快速增长导致毛利率同比下降, 合同负债和现金流入健康

上半年公司毛利率为 55.93%, 同比下降 8.93 个百分点。人员快速增长和薪酬提升下, 收入大头集中在三四季度, 造成上半年毛利率下降, 下半年毛利率会逐步恢复。分产品来看, 安全基础产品收入 1.26 亿元 (+28.26%), 安全平台收入 1.35 亿元 (+37.85%), 安全服务收入 1.83 亿元 (+61.94%)。服务收入快速增长, 主要系 HW 等上半年集中发酵。公司现金流为-3.46 亿元, 主要是购买原材料等备货支出增加, 以及支付职工薪酬增加较多, 从现金流入来看同比增长 55.58%。公司合同负债达到 1.74 亿元, 同比增长 74%, 均保持健康。

● 高投入带来高产出, 数据安全迎来黄金发展期

公司相继发布了 APT 攻击预警平台新版本、AiTrust 零信任解决方案、AiGuard 数据安全解决方案、AiLand 数据安全岛、AiLPHA 资产弱点管理解决方案, 围绕数据全生命周期安全布局。在研项目中, 包括车联网、物联网、工控、攻防实战演习等多项新安全平台, 均是未来有望打开新市场的产品方向。等保测评变化中带动产品增量与安恒产品最为匹配, 叠加关保和数据安全法相继落地, 公司大力投入正当时。

● 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。

预测 2021-2023 年收入为 19.35/27.35/37.12 亿元, 归母净利润 1.91/2.78/4.40 亿元, 对应 PE 为 127/87/55 倍, 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	1,935	2,735	3,712
(+/-%)	50.7%	40.1%	46.2%	41.3%	35.7%
净利润(百万元)	92	134	191	278	440
(+/-%)	20.0%	45.4%	42.6%	45.6%	58.1%
摊薄每股收益(元)	1.66	1.81	2.58	3.76	5.94
EBIT Margin	25.8%	26.8%	5.0%	6.5%	9.0%
净资产收益率(ROE)	5.9%	8.0%	10.6%	13.8%	18.7%
市盈率(PE)	263.5	181.2	127.1	87.3	55.2
EV/EBITDA	70.6	64.2	199.2	124.4	72.5
市净率(PB)	15.7	14.56	13.41	12.03	10.35

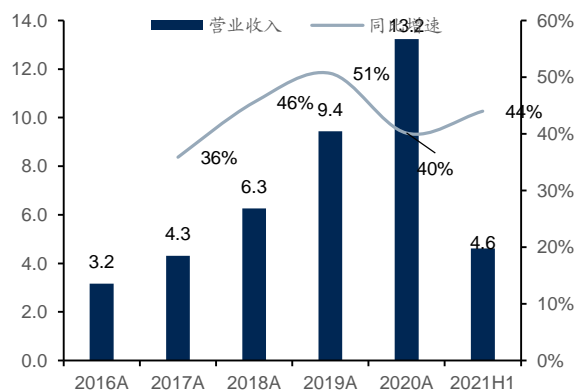
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2021 上半年营收持续高增，利润短期亏损是正常现象。2021 上半年，公司收入 4.62 亿元 (+44.28%)，归母净利润为-1.75 亿元 (-192%)，扣非归母净利润为-2.53 亿元 (-280%)。单 Q2 来看，公司收入 2.78 亿元 (+36.51%)，归母净利润为-0.49 亿元 (-203%)，扣非归母净利润为-1.23 亿 (-496.63%)。信息安全行业季节性效应明显，上半年收入占比通常不到全年的 40%，高投入下，利润亏损属于正常，即使当前亏损扩大，也是公司保持收入增长、费用投入的一个正常表现。尤其是大量的人员招聘以及薪酬上涨后，下半年才可能真正开始有实质产出。

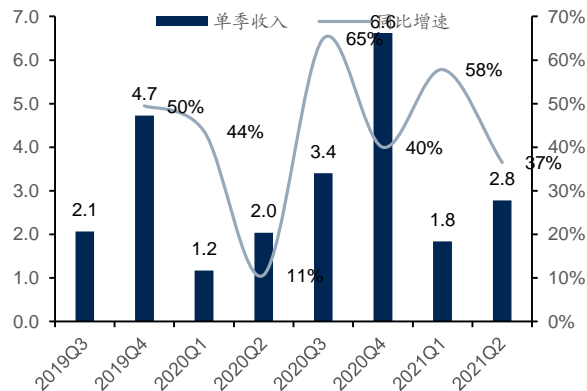
大力投入正当时，安全行业有望迎来快速发展期。2021 年上半年，公司发布了一系列数据安全产品，在研项目中，也包含了车联网、工控安全等新产品。数据安全法即将于 9 月 1 日正式实施，多地已经出台数据安全条例，安恒信息以数据安全起家，该领域优势明显。工业互联网、智能制造发展要求已经与信息安全建设同步，公司工控安全服务发展能力第一，市场地位第一；工控安全管理平台竞争格局发展能力第一，市场地位第一；工控安全审计产品发展能力第二，市场地位第二；工控漏扫发展能力第二。长期来看，公司新增长点广阔。尤其当前数据安全法、等保测评变化、关保条例等纷纷出台，下半年和明年的安全建设必定加速。市场有望进一步扩大，公司作为成长最快的新兴安全厂商，当前大力投入正当时，长期成长有望加速。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



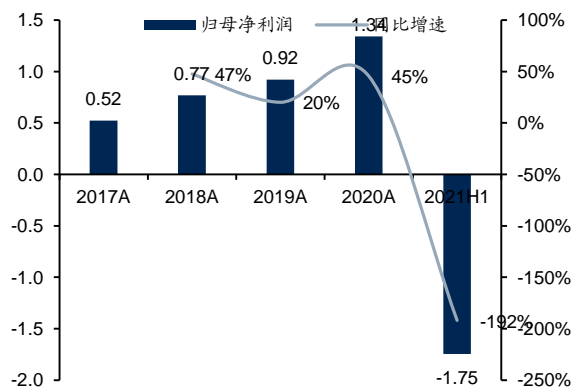
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



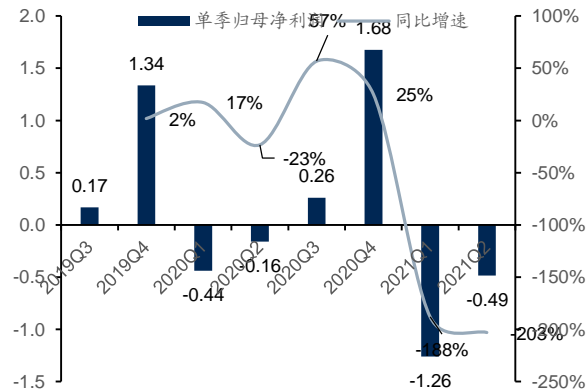
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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。基于公司在新兴安全领域的高速发展，预测2021-2023年收入为19.35/27.35/37.12亿元，增速分别为46%/41%/36%，归母净利润1.91/2.78/4.40亿元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210827	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	334.77	247.9	1.8	2.6	3.8	5.9	185.0	129.8	89.0	56.4	8.0	12.82	买入
300454	深信服	275.99	1142.3	2.0	2.5	3.5	4.6	139.4	110.8	80.0	60.3	16.5	15.18	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	1786	2211	2760	营业收入	1323	1935	2735	3712
应收款项	347	508	718	975	营业成本	411	605	859	1121
存货净额	115	175	252	332	营业税金及附加	17	23	33	45
其他流动资产	21	30	43	58	销售费用	439	629	867	1154
流动资产合计	1967	2671	3394	4295	管理费用	102	581	799	1059
固定资产	317	288	257	226	财务费用	(22)	(10)	(15)	(20)
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)	95	100	105
资产总计	2463	3144	3844	4720	营业利润	9	197	287	454
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	266	382	504	利润总额	0	198	288	455
其他流动负债	499	966	1350	1789	所得税费用	(1)	10	14	23
流动负债合计	695	1242	1743	2302	少数股东损益	(2)	(4)	(5)	(8)
长期借款及应付债券	85	85	85	85	归属于母公司净利润	134	191	278	440
其他长期负债	11	5	0	(5)					
长期负债合计	96	90	85	80	现金流量表 (百万元)				
负债合计	791	1332	1828	2382	净利润	134	191	278	440
少数股东权益	3	0	(4)	(10)	资产减值准备	1	(0)	(0)	(0)
股东权益	1669	1812	2019	2348	折旧摊销	36	33	34	34
负债和股东权益总计	2463	3144	3844	4720	公允价值变动损失	(4)	8	8	8
					财务费用	(22)	(10)	(15)	(20)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(42)	323	196	202
每股收益	1.81	2.58	3.76	5.94	其它	(3)	(2)	(3)	(6)
每股红利	0.46	0.66	0.96	1.51	经营活动现金流	122	552	512	679
每股净资产	22.54	24.46	27.26	31.69	资本开支	(77)	(11)	(11)	(11)
ROIC	22%	6%	14%	33%	其它投资现金流	(171)	0	0	0
ROE	8%	11%	14%	19%	投资活动现金流	(254)	(17)	(17)	(17)
毛利率	69%	69%	69%	70%	权益性融资	2	0	0	0
EBIT Margin	27%	5%	6%	9%	负债净变化	(22)	0	0	0
EBITDA Margin	30%	7%	8%	10%	支付股利、利息	(34)	(49)	(71)	(112)
收入增长	40%	46%	41%	36%	其它融资现金流	72	(12)	0	0
净利润增长率	45%	43%	46%	58%	融资活动现金流	(39)	(61)	(71)	(112)
资产负债率	32%	42%	47%	50%	现金净变动	(170)	474	424	549
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	货币资金的期初余额	1483	1313	1786	2211
P/E	181.2	127.1	87.3	55.2	货币资金的期末余额	1313	1786	2211	2760
P/B	14.6	13.4	12.0	10.4	企业自由现金流	274	436	386	542
EV/EBITDA	64.2	199.2	124.4	72.5	权益自由现金流	324	433	401	561

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。

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