

安恒信息 (688023.SH)

新兴安全领域加大投入，利润率有望逐步修复

买入

核心观点

高投入下业绩承压。2021年公司实现收入18.20亿元(+37.59%)，归母净利润0.14亿元(-89.71%)，扣非归母净利润-0.80亿元(-165.91%)。其中21Q4收入9.55亿元(+44.05%)，归母净利润2.82亿元(+68.12%)。公司21年利润下滑较大，除了加大新兴领域投入之外，公司股份支付金额为9595.46万元。2022Q1，公司实现收入2.33亿元(+26.90%)，归母净利润-1.90亿元(-50.76%)，扣非归母净利润-1.96亿元(-50.38%)；公司收入保持稳定增长，但人员增长下，费用同比增长较大，导致亏损扩大。

四季度毛利率逐步恢复，安全服务增长较快。2021年，公司安全基础产品收入5.28亿元(+14.51%)，信息安全平台收入5.88亿元(+31.99%)，安全服务收入5.89亿元(+59.83%)，第三方产品收入0.93亿元(+222.64%)。安全产品和平台毛利率均下滑约2个点，安全服务毛利率50.86%，下滑3.19pct；叠加低毛利率第三方产品收入提升较大，公司整体毛利率为63.96%，下降5.01pct，但比前三季度有明显提升。

持续发布创新产品，数据安全、信创、平台业务有望发力。2021年公司加大新兴领域投入，全年研发费用增长近72%，相继发布AiTrust 零信任、AiGuard 数据安全、AiLand 数据安全岛平台、AiLPHA 资产弱点管理等新解决方案。多项政策法规推出后，数据安全成长当前建设重点，公司持续推进CAPE 技术框架，结合21年发布10多款数据安全新产品，有望成为公司重要增长动力。信创领域，公司产品在多个省市、行业均有项目落地，凭借领先的产品性能，市场份额快速扩大；同时密评领域迎发展良机。公司主打的态势感知平台业务在2021年增速放缓，在公安行业调整完成后有望企稳回升。

股权激励验证提速发展信心。公司在2月再次发布股权激励草案，拟授予限制性股票306.15万股，占公司当前总股本的3.9%。本次激励授予对象是313人，授予价格为178.00元/股，本次激励业绩考核目标是以2021年营业收入为基数，22-25年营收增长率不低于30%/60%/90%/120%。根据2021年激励，公司业绩考核目标为以2020年收入为基数，21-24年营收增长率不低于25%/50%/75%/100%。因此对比两次激励来看，公司加大了激励覆盖力度，提升了收入指引目标。

风险提示：疫情反复影响公司正常经营节奏，行业竞争加剧等。

投资建议：维持“买入”评级。预计2022-2024年营业收入为24.72/32.77/42.21亿元，增速分别为36%/33%/29%，归母净利润为1.28/2.98/4.50亿元，对应当前PE为79/34/23倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,323	1,820	2,472	3,277	4,221
(+/-%)	40.1%	37.6%	35.8%	32.5%	28.8%
净利润(百万元)	134	14	128	298	450
(+/-%)	45.4%	-89.7%	829.8%	131.9%	51.1%
每股收益(元)	1.81	0.18	1.64	3.79	5.73
EBIT Margin	3.2%	-10.5%	-0.2%	5.0%	7.4%
净资产收益率(ROE)	8.0%	0.4%	4.0%	8.7%	12.0%
市盈率(PE)	71.7	737.7	79.3	34.2	22.6
EV/EBITDA	131.9	-85.4	278.7	58.3	35.1
市净率(PB)	5.76	3.29	3.20	2.99	2.72

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

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	129.74元
总市值/流通市值	10249/7395百万元
52周最高价/最低价	375.10/129.01元
近3个月日均成交额	121.64百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《安恒信息-688023-2021 三季度报点评：三季度增速放缓，全年高速增长目标不变》——2021-10-24

《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

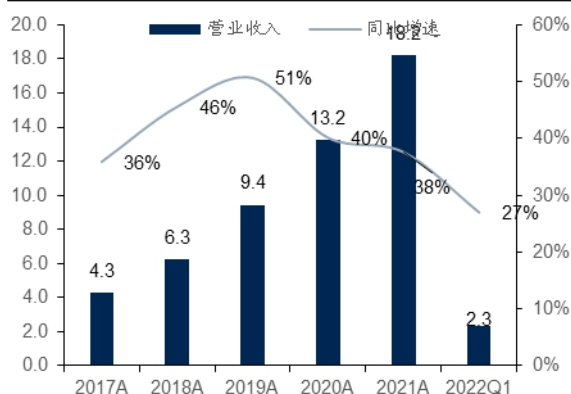
《安恒信息-688023-2020 年业绩快报点评：业绩超预期，高景气赛道持续高速增长》——2021-03-01

《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

营收保持较高增速，高投入下利润承压。2021 年公司实现收入 18.20 亿元（+37.59%），归母净利润 0.14 亿元（-89.71%），扣非归母净利润-0.80 亿元（-165.91%）。其中 21Q4 收入 9.55 亿元（+44.05%），归母净利润 2.82 亿元（+68.12%）。公司 21 年利润下滑较大，除了加大新兴领域投入之外，公司股份支付金额为 9595.46 万元。

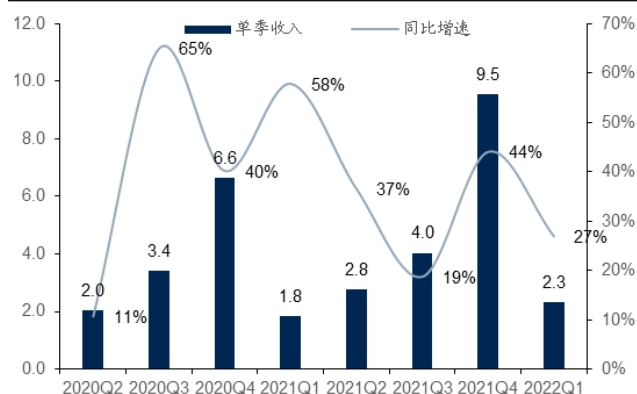
2022Q1，公司实现收入 2.33 亿元（+26.90%），归母净利润-1.90 亿元（-50.76%），扣非归母净利润-1.96 亿元（-50.38%）；公司收入保持稳定增长，但人员增长下，费用同比增长较大，导致亏损扩大。同时公司在华东地区收入占比常年在 40%以上，疫情产生了负面影响。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



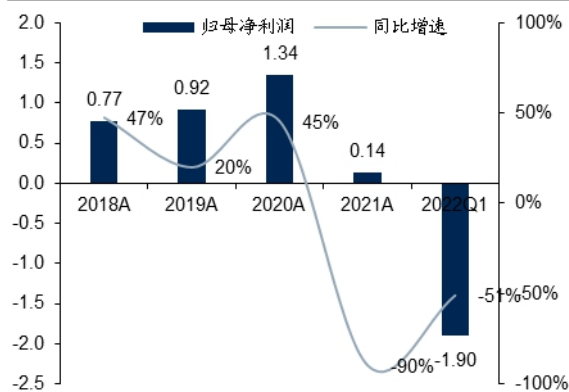
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



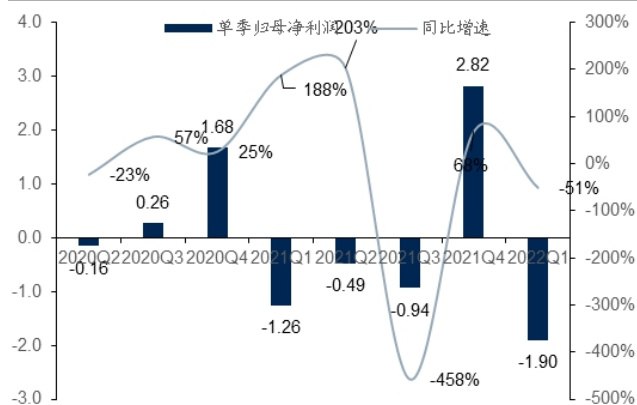
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

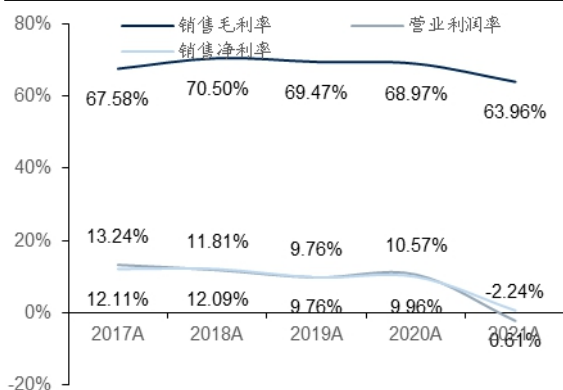
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

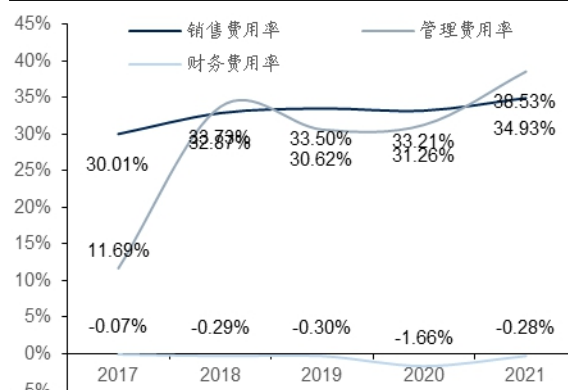
四季度毛利率逐步恢复，安全服务增长较快。2021 年，公司安全基础产品收入 5.28 亿元（+14.51%），信息安全平台收入 5.88 亿元（+31.99%），安全服务收入 5.89 亿元（+59.83%），第三方产品收入 0.93 亿元（+222.64%）。安全产品和平台毛利率均下滑约 2 个点，安全服务毛利率 50.86%，下滑 3.19pct；叠加低毛利率第三方产品收入提升较大，公司整体毛利率为 63.96%，下降 5.01pct。公司 2021 年人员达到 3611 人（+32.8%），各项费用增长较快，销售、管理、研发费用率分别达到 34.93%、9.11%、29.42%，增长 1.72、1.41、5.86pct。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

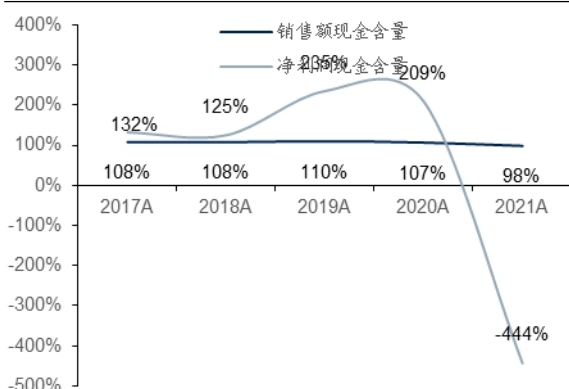
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年公司经营活动现金净流量为-0.61 亿元，主要系本期支付职工薪酬、原材料备货增加所致。公司存货周转天数有所下降，应收周转天数有所上升，整体保持稳定。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 预计 2022-2024 年营业收入为 24.72/32.77/42.21 亿元，增速分别为 36%/33%/29%，归母净利润为 1.28/2.98/4.50 亿元，对应当前 PE 为 79/34/23 倍，维持“买入”评级

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PS	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)			
688023	安恒信息	129.74	101.85	0.2	1.6	3.8	5.7	737.7	79.3	34.2	22.6	0.4	4.12	买入	
300454	深信服	95.30	396.12	0.7	1.4	2.3	2.9	144.4	69.1	42.2	32.7	3.7	4.47	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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1313	2014	2000	2000	2048	营业收入	1323	1820	2472	3277	4221
应收款项	347	582	790	1047	1349	营业成本	411	656	892	1177	1501
存货净额	115	193	269	359	461	营业税金及附加	17	18	24	32	42
其他流动资产	21	31	42	55	71	销售费用	439	636	742	918	1140
流动资产合计	1967	3211	3492	3853	4320	管理费用	102	166	176	199	214
固定资产	317	468	432	394	353	研发费用	312	536	643	786	1013
无形资产及其他	20	66	65	63	61	财务费用	(22)	(5)	(30)	(30)	(30)
投资性房地产	133	876	876	876	876	投资收益	3	72	10	10	10
长期股权投资	26	230	434	638	841	资产减值及公允价值变动	4	4	(20)	(20)	(20)
资产总计	2463	4852	5299	5823	6452	其他收入	(245)	(467)	(523)	(651)	(863)
短期借款及交易性金融负债	22	216	255	165	10	营业利润	140	(41)	135	319	482
应付款项	175	258	360	480	617	营业外净收支	(9)	(3)	1	1	1
其他流动负债	499	582	730	930	1161	利润总额	131	(44)	136	320	483
流动负债合计	695	1056	1345	1575	1788	所得税费用	(1)	(55)	0	3	5
长期借款及应付债券	85	619	619	619	619	少数股东损益	(2)	(3)	8	19	29
其他长期负债	11	67	124	181	237	归属于母公司净利润	134	14	128	298	450
长期负债合计	96	686	742	799	856	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	791	1742	2087	2374	2644	净利润	134	14	128	298	450
少数股东权益	3	18	24	39	60	资产减值准备	1	(1)	(0)	(0)	(0)
股东权益	1669	3091	3188	3411	3748	折旧摊销	36	51	49	51	54
负债和股东权益总计	2463	4852	5299	5823	6452	公允价值变动损失	(4)	(4)	20	20	20
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(22)	(5)	(30)	(30)	(30)
每股收益	1.81	0.18	1.64	3.79	5.73	营运资本变动	(42)	(843)	10	16	5
每股红利	0.46	0.38	0.41	0.95	1.43	其它	(3)	4	6	14	22
每股净资产	22.54	39.38	40.61	43.45	47.75	经营活动现金流	122	(779)	213	399	550
ROIC	4.10%	1.90%	1%	6%	11%	资本开支	0	(203)	(31)	(31)	(31)
ROE	8.03%	0.45%	4%	9%	12%	其它投资现金流	(171)	(221)	0	0	0
毛利率	69%	64%	64%	64%	64%	投资活动现金流	(177)	(627)	(235)	(235)	(235)
EBIT Margin	3%	-10%	-0%	5%	7%	权益性融资	0	1367	0	0	0
EBITDA Margin	6%	-8%	2%	7%	9%	负债净变化	(22)	534	0	0	0
收入增长	40%	38%	36%	33%	29%	支付股利、利息	(34)	(30)	(32)	(74)	(112)
净利润增长率	45%	-90%	830%	132%	51%	其它融资现金流	(3)	(269)	40	(90)	(155)
资产负债率	32%	36%	40%	41%	42%	融资活动现金流	(115)	2107	8	(165)	(268)
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.7%	1.1%	现金净变动	(170)	701	(14)	0	48
P/E	71.7	737.7	79.3	34.2	22.6	货币资金的期初余额	1483	1313	2014	2000	2000
P/B	5.8	3.3	3.2	3.0	2.7	货币资金的期末余额	1313	2014	2000	2000	2048
EV/EBITDA	131.9	(85.4)	278.7	58.3	35.1	企业自由现金流	0	(946)	23	199	336
						权益自由现金流	0	(681)	93	138	211

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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