

营收快速增长，各业务板块高速发展

投资要点

- **业绩总结：**公司2021全年实现营业收入18.2亿元，同比增长37.6%；实现归母净利润0.1亿元，同比下降89.7%。
- **公司2021全年营收增长较快，归母净利润大幅下滑。**1) 从营收端来看，2021年公司营收同比增长37.6%，主要系公司主要产品营收大幅增长，公司在各行业市场份额进一步上升，其中网络信息安全基础产品、网络信息安全平台产品、网络信息安全服务营收同比增长14.5%、32%、59.8%。2) 从利润端看，2021年公司归母净利润同比下降89.7%，主要系公司战略新方向处于投入阶段，相关效益尚未体现，预计未来随着新产品技术不断成熟，将持续创造新的利润增长点。公司毛利率为64.1%，较去年同期下降5.1%。3) 从费用端来看，2021年公司销售、管理、研发费用率分别为35.1%、9.2%和29.6%，其中研发费用同比增长71.8%，主要系研发人员增加、薪酬上涨及股权激励费用增加所致。
- **研发投入增加，新兴赛道核心竞争力持续增强。**公司加大战略新方向相关产品和平台的技术研发、市场开拓和管理优化的投入力度，研发投入同比增长71.8%。**数据安全方面，**公司AIGuard数据安全相关产品高速增长，Ailand数据安全岛陆续落地；**托管运营服务MSS方面，**公司全力推动云服务战略的发展，致力于打造业内最具竞争力的MSS业务，随着云服务的推广覆盖，预计将大幅降低安全服务成本，提升毛利；**信创安全方面，**公司信创产品市场份额快速扩张，推出多云多芯一体多元管理信创安全运营平台，助力行业国产化替代；**终端安全方面，**公司突破性进入了央采市场，入围运营商集采名录，安恒EDR产品服务的各类政企用户突破10000家；**车联网安全方面，**公司加大安全测试、安全防护产品等方向的投入，未来将进一步深化车联网方向的安全能力应用；**智能安全网关方面，**公司新一代智能网关产品不断突破，多平台环境适配、加密流量识别等基础能力实现大幅提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年公司营业收入分别为25.5亿元、35.4亿元、48.6亿元，未来三年营业收入将达到38.7%的复合增长率。考虑到公司各业务板块高速发展，核心竞争力持续增强，预计公司订单量在2022年将迎来显著增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**客户拓展不及预期、下游需求不及预期等风险。

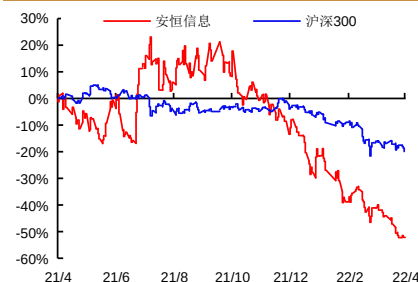
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1820.33	2548.78	3543.41	4859.85
增长率	37.59%	40.02%	39.02%	37.15%
归属母公司净利润（百万元）	13.81	158.19	254.31	332.93
增长率	-89.71%	1045.79%	60.76%	30.92%
每股收益EPS（元）	0.18	2.02	3.24	4.24
净资产收益率ROE	0.36%	4.39%	6.58%	7.98%
PE	630	55	34	26
PB	2.81	2.66	2.49	2.31

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰
 执业证号：S1250521120002
 邮箱：wxj@swsc.com.cn
 联系人：叶泽佑
 电话：13524424436
 邮箱：yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.79
流通A股(亿股)	0.57
52周内股价区间(元)	113.22-375.10
总市值(亿元)	86.97
总资产(亿元)	48.52
每股净资产(元)	39.61

相关研究

1. 安恒信息（688023）：收入保持稳定增长，研发实力持续增强（2021-11-03）
2. 安恒信息（688023）：新兴安全供应商，优质赛道表现亮眼（2021-08-17）

盈利预测

关键假设：

假设 1：网络信息安全产品、网络信息安全平台和网络信息安全服务为公司主要收入来源。公司网络信息安全产品包括基础类产品（安全防护类产品、安全检测类产品）、平台类安全产品；网络信息安全服务包括 SaaS 云安全服务、专家服务、智慧城市安全运营中心、国家重大活动网络安保服务、网络信息安全人才培养服务。在网络信息安全政策和新兴技术的驱动下，我国网络信息安全行业仍将保持较快的增长，公司作为网络安全领域领先企业将充分受益，预计公司网络信息安全产品、网络信息安全平台和网络信息安全服务订单量将保持稳定增长。我们预计公司 2022 年-2024 年网络信息安全服务的订单量增速为 59%、56%、52%，网络信息安全平台订单量增速为 31%、29%、27%，网络信息安全基础产品订单量增速为 14%、14%、14%；

假设 2：公司第三方硬件产品和其他业务规模较小，非主要收入来源，预计订单量将保持稳定增长。我们预计公司 2022 年-2024 年第三方硬件产品的订单量增速为 133%、73%、53%，其他业务订单量增速为 16%、16%、16%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及毛利率如下表：

表 1：分业务收入及增速

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
网络信息安全服务	收入	588.8	933.4	1460.2	2212.6
	增速	60%	59%	56%	52%
	毛利率	51%	51%	51%	51%
网络信息安全平台	收入	587.7	770.0	993.4	1261.2
	增速	32%	31%	29%	27%
	毛利率	74%	74%	76%	76%
网络信息安全基础产品	收入	528.4	602.4	684.8	778.4
	增速	15%	14%	14%	14%
	毛利率	77%	77%	77%	77%
第三方硬件产品	收入	93.5	217.5	375.6	573.4
	增速	223%	133%	73%	53%
	毛利率	13%	13%	13%	13%
其他	收入	21.9	25.4	29.5	34.2
	增速	16%	16%	16%	16%
	毛利率	49%	50%	50%	50%
合计	收入	1820.3	2548.8	3543.4	4859.9
	增速	37.6%	40.0%	39.0%	37.2%
	毛利率	63.96%	61.30%	59.45%	57.61%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

综合考虑业务范围，选取亚信安全、奇安信、深信服 3 家上市公司作为可比公司进行估值比较，2022 年 3 家可比公司平均 PS 为 3.7 倍。随着政策推动下游需求增加，行业整体估值将有所提升。公司新产品布局领先行业，下游客户优质，预计估值将高于行业平均水平。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	营业收入（亿元）				PS（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688225.SH	亚信安全	20.05	16.67	22.16	29.53	--	4.81	3.62	2.72	--
688561.SH	奇安信-U	42.93	58.09	81.68	110.84	150.67	5.04	3.58	2.64	1.94
300454.SZ	深信服	84.78	68.05	89.39	111.62	149.06	5.18	3.94	3.16	2.36
平均值							5.01	3.72	2.84	2.15

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 25.5 亿元、35.4 亿元、48.6 亿元，未来三年营业收入将达到 38.7% 的复合增长率。考虑到公司各业务板块高速发展，核心竞争力持续增强，预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1820.33	2548.78	3543.41	4859.85	净利润	11.19	143.75	228.30	296.14
营业成本	656.02	986.49	1436.79	2060.11	折旧与摊销	57.65	34.26	34.26	34.26
营业税金及附加	18.00	28.52	38.91	52.82	财务费用	-5.10	0.66	0.92	1.26
销售费用	635.78	890.21	1237.60	1697.40	资产减值损失	-2.83	0.00	1.50	-0.83
管理费用	165.83	232.19	322.79	442.72	经营营运资本变动	-172.95	-23.66	3.13	61.94
财务费用	-5.10	0.66	0.92	1.26	其他	50.74	-0.34	-3.50	-0.96
资产减值损失	-2.83	0.00	1.50	-0.83	经营活动现金流净额	-61.30	154.68	264.61	391.82
投资收益	71.96	0.00	2.56	0.00	资本支出	-17.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.23	0.84	0.94	0.96	其他	-1238.39	0.84	3.50	0.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1255.60	0.84	3.50	0.96
营业利润	-40.84	161.55	254.86	330.10	短期借款	131.22	-131.22	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.27	-5.29	-6.70	-8.20	长期借款	533.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	-44.11	156.26	248.16	321.90	股权融资	1449.71	0.00	0.00	0.00
所得税	-55.30	12.50	19.85	25.75	支付股利	-14.81	-2.78	-34.47	-53.24
净利润	11.19	143.75	228.30	296.14	其他	-93.54	-60.83	-0.92	-1.26
少数股东损益	-2.62	-14.44	-26.01	-36.79	筹资活动现金流净额	2006.19	-194.82	-35.38	-54.50
归属母公司股东净利润	13.81	158.19	254.31	332.93	现金流量净额	689.29	-39.30	232.73	338.28
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2013.72	1974.42	2207.15	2545.43	成长能力				
应收和预付款项	591.91	780.80	1108.05	1513.79	销售收入增长率	37.59%	40.02%	39.02%	37.15%
存货	193.15	289.95	421.04	605.40	营业利润增长率	-129.21%	495.59%	57.76%	29.52%
其他流动资产	411.95	403.23	407.91	414.11	净利润增长率	-91.51%	1184.72%	58.81%	29.71%
长期股权投资	230.19	230.19	230.19	230.19	EBITDA 增长率	-92.44%	1576.45%	47.62%	26.06%
投资性房地产	11.11	11.11	11.11	11.11	获利能力				
固定资产和在建工程	468.11	443.30	418.49	393.68	毛利率	63.96%	61.30%	59.45%	57.61%
无形资产和开发支出	170.70	163.52	156.34	149.15	三费率	43.76%	44.06%	44.06%	44.06%
其他非流动资产	760.91	758.64	756.37	754.10	净利率	0.61%	5.64%	6.44%	6.09%
资产总计	4851.77	5055.17	5716.66	6616.96	ROE	0.36%	4.39%	6.58%	7.98%
短期借款	131.22	0.00	0.00	0.00	ROA	0.23%	2.84%	3.99%	4.48%
应付和预收款项	616.15	990.36	1410.56	2002.26	ROIC	2.29%	19.29%	28.11%	34.34%
长期借款	618.62	618.62	618.62	618.62	EBITDA/销售收入	0.64%	7.71%	8.19%	7.52%
其他负债	376.07	171.19	218.64	284.33	营运能力				
负债合计	1742.07	1780.17	2247.82	2905.22	总资产周转率	0.50	0.51	0.66	0.79
股本	78.50	78.50	78.50	78.50	固定资产周转率	4.87	5.97	8.81	12.87
资本公积	2700.10	2700.10	2700.10	2700.10	应收账款周转率	4.87	4.70	4.75	4.70
留存收益	337.18	492.60	712.44	992.14	存货周转率	4.24	4.08	4.03	4.00
归属母公司股东权益	3091.47	3271.20	3491.05	3770.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.33%	—	—	—
少数股东权益	18.23	3.80	-22.21	-59.00	资本结构				
股东权益合计	3109.70	3275.00	3468.84	3711.74	资产负债率	35.91%	35.21%	39.32%	43.91%
负债和股东权益合计	4851.77	5055.17	5716.66	6616.96	带息债务/总负债	43.04%	34.75%	27.52%	21.29%
					流动比率	3.04	3.15	2.65	2.29
					速动比率	2.86	2.89	2.38	2.02
					股利支付率	107.30%	1.76%	13.55%	15.99%
					每股指标				
					每股收益	0.18	2.02	3.24	4.24
					每股净资产	39.38	41.67	44.47	48.03
					每股经营现金	-0.78	1.97	3.37	4.99
					每股股利	0.19	0.04	0.44	0.68
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	11.72	196.47	290.04	365.62					
PE	629.90	54.98	34.20	26.12					
PB	2.81	2.66	2.49	2.31					
PS	4.78	3.41	2.45	1.79					
EV/EBITDA	542.22	31.45	20.50	15.34					
股息率	0.17%	0.03%	0.40%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn