

营收高速增长，市场拓展成效显著

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021全年实现营业收入16.7亿元，同比增长30.8%；实现归母净利润1.8亿元，同比增长4.9%。
- **公司2021全年营收实现大幅增长。** 1) 从营收端来看，2021年公司营收同比增长30.8%，主要系公司经营规模扩大。分业务来看，公司网络安全产品收入达14.6亿元，同比增长20.4%，网络安全服务业务收入0.5亿元，同比增长600.2%，云网虚拟化软件收入1.6亿元，同比增长197.2%。2) 从利润端看，2021年公司归母净利润同比上升4.9%，扣非净利润0.95亿元，同比下降32.6%，主要系公司大力投入销售和渠道体系建设，销售研发费用大幅增加。3) 从费用端来看，2021年公司加强投入，销售费用同比增长46.3%，主要系公司加强营销体系建设；研发费用同比增长43.2%，主要系公司加大研发投入；管理费用同比增长22.0%，低于营收增速，主要系组织管理效率提升。
- **重点发展优势产品业务，持续提升研发能力。** 公司2021年进行产品结构调整，重点发展优势产品业务，泛终端安全、高级威胁治理、云及边缘安全等标准化产品的收入占比达到46.5%，同比提升11.2个百分点；同时积极推动端点安全产品体系高速增长，发展智能安全平台业务，布局安全服务领域，实现各项业务协同发展。公司未来将继续推进新产品技术研发，拓宽产品线，提升研发能力及核心竞争力。
- **大力投入营销体系建设，市场拓展成效显著。** 公司在营销和市场拓展方面重点投入，不断完善销售网络，已完成全国27个省办的建设，同时持续加强直销和渠道建设，助力长远发展。公司在稳固运营商领域优势的基础上，积极开拓金融、能源、制造行业市场，业务拓展取得显著成效，2021年非运营商行业收入增加2.7亿，收入占比提升8.4个百分点，成为收入增长新动能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年营业收入分别为21.8亿元、28.4亿元、37.1亿元，未来三年营业收入将达到30.6%的复合增长率。网络安全行业高景气，公司聚焦优势领域，长远布局研发销售，核心竞争力持续提升，预计订单量在2022年将迎来显著增长，给予公司2022年5.0倍PS，对应目标价27.22元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期、技术研发不及预期、大客户集中度高的风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1667.47	2177.80	2843.58	3714.25
增长率	30.82%	30.61%	30.57%	30.62%
归属母公司净利润(百万元)	178.69	191.52	218.29	254.92
增长率	4.88%	7.18%	13.98%	16.78%
每股收益EPS(元)	0.45	0.48	0.55	0.64
净资产收益率ROE	12.41%	11.77%	11.98%	12.44%
PE	44	41	36	31
PB	5.41	4.83	4.31	3.83

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)	4.00
流通A股(亿股)	0.33
52周内股价区间(元)	18.32-41.55
总市值(亿元)	78.84
总资产(亿元)	24.90
每股净资产(元)	3.65

相关研究

1 护航产业互联，中国网络安全产业领跑者

亚信安全科技股份有限公司成立于 2014 年 11 月，是中国网络安全软件领域的领跑者。随着数字化经济的高速发展，5G 云网时代进入高潮：云、网、边、端的架构愈发清晰。而就是这一背景下，公司首先提出了“安全定义边界”的发展概念，以身份安全为核心，专注于云网安全和端点安全，构建“全云化、全联动、全智能”的产品技术战略，为企业在 5G 时代的数字化运营提供安全支持，用实力筑牢云、网、边、端的安全防线。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司是业内极具科技创新竞争力的安全厂商。目前为止，公司的安全技术团队人数已达到 3000 人以上，并拥有 3 个独立研发中心，公司一直秉承守护网络安全的核心价值观，已成功覆盖 31 省市服务网络，互联网安全接入认证及网络安全管理覆盖 1 亿用户。公司过硬的实力也得到了国家政府的大力认可，承建国家电子政务外网监测平台以及国家政务关键信息基础设施建设，成为了国家身份认证发展的重要力量。

公司产品主要分为四大产品体系，建设预防、防护、检测以及响应的动态自适应安全模型，从对数据的感知到对风险的预知，旨在打造全网免疫系统。

表 1：公司主营业务产品体系

产品体系	功能简介	应用版块	主代表产品
数字信任及身份安全产品体系	对网络主体身份以及主体的网络行为进行严格的监管和追溯，保障个人隐私、商业秘密、社会稳定和国家安全。	泛身份安全	堡垒机
			零信任访问控制系统
		数据安全	大数据安全管控系统
			数据脱敏系统
端点安全产品体系	可以深度识别分析网络流量，阻断带有恶意程序和高级威胁的流量进入内网。保护对象主要为海量的终端设备和云主机，并且为公	泛终端安全	终端安全防护平台
			终端安全管理系统
		云及边缘安全	服务器深度安全防护系统

产品体系	功能简介	应用版块	主代表产品
	司构筑坚固的安全屏障。		云手机安全
		高级威胁治理	高级威胁网络防护系统 深度威胁邮件网关
		边界安全	网络流量分析系统
			防火墙系统
云网边安全产品体系	为用户构建平台化的安全防护体系，实现威胁可感知、安全智运维的目的。	大数据分析及安全管理	安全运营与态势感知平台 日志审计系统
		5G 云网边管理	域名解析及网络准入系统
			云 DNS 防护
网络安全服务体系	主要解决客户在安全管理和网络管理的建设需求，有效提高客户的安全意识，增强客户抵御网络安全威胁的能力	--	威胁情报、高级威胁研究、红蓝对抗、攻防渗透等服务

资料来源：公司公告，西南证券整理

公司保持运营商行业优势地位的同时，积极进军金融、制造、能源行业，渠道合作伙伴数量快速增加。公司客户包括中国移动、中国联通、中国电信、中国工商银行、国家电网等。未来，公司将继续加强行业覆盖，积极发展非运营商行业客户，拓展市场空间。

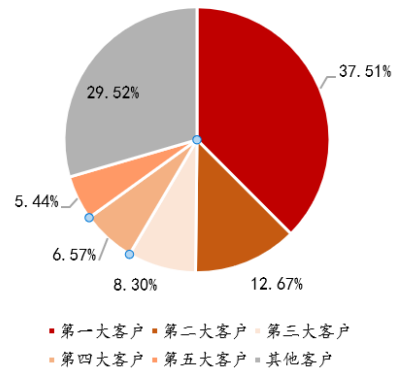
2021 年公司前五名客户销售额占年度销售总额 70.48%，占比较高，存在大客户集中度高的风险。

图 2：公司部分客户



数据来源：Wind，西南证券整理

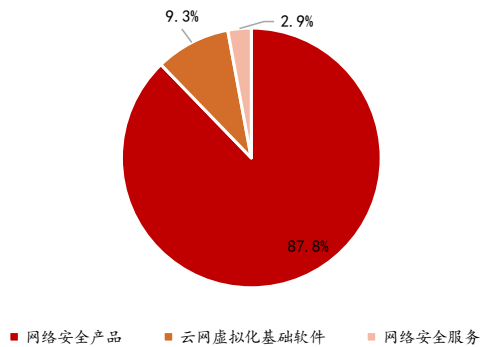
图 3：2021 年公司前五大客户及收入占比



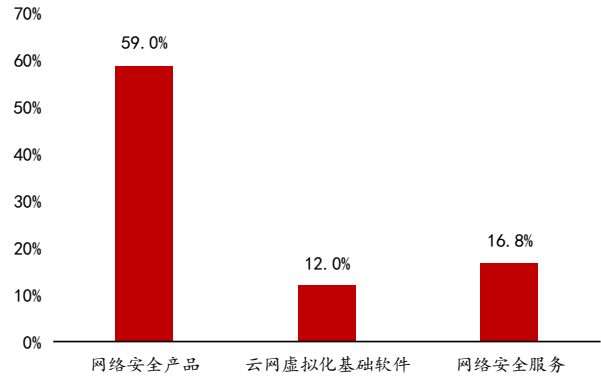
数据来源：Wind，西南证券整理

从营收结构来看，公司营业收入大部分来源于网络安全产品。2021 年公司网络安全产品营收 14.6 亿，同比增长 20.4%，占营收比重 87.8%，主要系公司采用“强标品”业务发展策略，标准化产品收入高速增长，产品结构调整成效显著；云网虚拟化软件和网络安全服务业务分别收入 1.6 亿元和 0.5 亿元，占比分别为 9.3%、2.9%。

毛利结构中，公司网络安全产品毛利率最高，2021 年达到 59.0%。2021 年云网虚拟化基础软件和网络安全服务的毛利率分别为 12.0% 和 16.8%。端点安全产品体系毛利率的提升带动了网络安全产品毛利率提升，网络安全产品营收增长，公司整体毛利率将随之提升。

图 4：公司 2021 年主营业务分产品收入


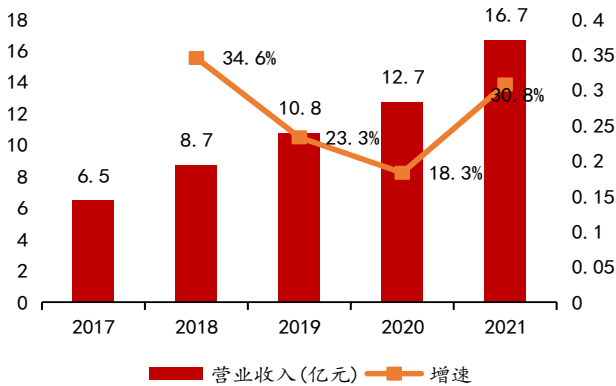
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司各业务毛利率


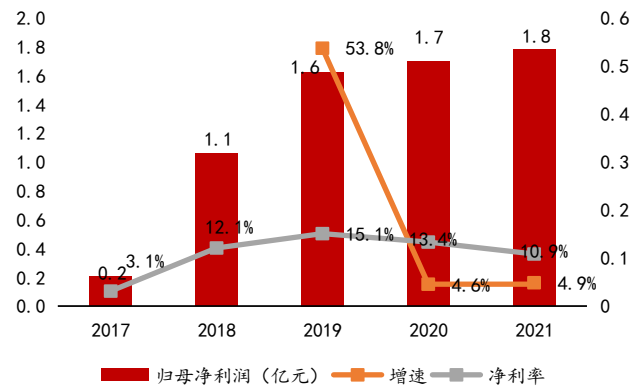
数据来源：Wind，西南证券整理

公司营业收入保持较快增长。2017-2021 年，公司主营业务收入分别为 6.5 亿元、8.7 亿元、10.8 亿元、12.7 亿元和 16.7 亿元，2021 年营业收入同比增速 30.8%，2017-2021 年度复合增长率为 26.6%，主要系公司扩大下游行业布局，积极拓展合作伙伴数量，同时加强研发，进一步提高优势产品的市场竞争力，助力营收快速增长。

公司归母净利润保持持续增长。2017-2021 年，公司归母净利润由 0.2 亿增长到 1.8 亿，2018 年公司净利润同比增速达到 422%，主要系 2018 年销售费用率和管理费用率下降较多以及市场整体景气度的提升。2021 年，公司执行积极的市场拓展战略，大幅增加销售费用及研发费用，净利润增速有所放缓。未来，公司在研发和销售的长远布局将推动盈利能力持续提升。

图 6：公司营收情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润与净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

公司网络安全产品和解决方案体系涵盖泛身份安全、泛终端安全、云及边缘安全、大数据分析及安全管理、5G 云网边管理、高级威胁治理等多个领域，经过多年发展，形成了较强的综合服务能力，可有效满足用户构建综合性安全防护体系的需求。公司持续加强在网络信息安全产品和解决方案的研发投入，并积极在运营商行业和金融、能源、制造等多个非运营商行业拓展市场，预计新市场新业务将带来订单量持续增长。我们预计公司 2022-2024 年网络信息安全服务订单量增速为 24%、24%、24%；

公司云网虚拟化基础软件产品体系主要与云基础架构领导厂商合作，随着客户云化转型及安全合规的需求的增加，预计云网虚拟化基础软件产品订单量将持续高速增长。预计公司 2022-2024 年云网虚拟化基础软件订单量增速为 67%、55%、49%；

公司网络安全服务包括威胁情报、高级威胁研究、红蓝对抗、攻防渗透、互联网资产弱点分析、风险评估和安全培训服务等多项业务，采用“平台+产品+服务”的策略，帮助客户提升安全能力，2021 年安全服务业务订单量增速取得突破性进展，预计网络安全服务订单量将保持高速增长。预计公司 2022-2024 年网络安全服务订单量增速为 100%、80%、68%。

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 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
网络安全产品	收入	1463.3	1820.5	2264.9	2817.7
	增速	20%	24%	24%	24%
	毛利率	59%	61%	62%	62%
云网虚拟化基础软件	收入	155.8	260.4	404.0	602.7
	增速	197%	67%	55%	49%
	毛利率	12%	13%	13%	13%
网络安全服务	收入	48.4	96.9	174.7	293.9
	增速	600%	100%	80%	68%
	毛利率	17%	37%	37%	37%
合计	收入	1667.5	2177.8	2843.6	3714.3
	增速	30.8%	30.6%	30.6%	30.6%
	毛利率	53.35%	54.45%	53.20%	51.80%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取奇安信、安恒信息、深信服 3 家网络信息安全上市公司作为可比公司进行 PS 估值比较，2022 年 3 家可比公司平均估值为 4.0 倍，考虑到网络安全行业高景气，行业整体估值水平将有所提升。公司是网络安全行业的领先厂商，在运营商领域优势明显，并大力投入研发销售，拓展新业务新领域，我们预计公司订单量在 2022 年将迎来显著增长，估值应高于行业平均水平。

表 3：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
688561.SH	奇安信-U	49.36	58.09	80.77	110.64	147.85	5.80	4.17	3.04	2.28
688023.SH	安恒信息	123.5	18.20	25.44	34.75	44.93	5.33	3.81	2.79	2.16
300454.SZ	深信服	89.15	68.05	89.32	115.74	147.33	5.45	4.15	3.20	2.52
平均值							5.52	4.04	3.01	2.32

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2022-2024 年营业收入分别为 21.8 亿元、28.4 亿元、37.1 亿元，未来三年营业收入将达到 30.6% 的复合增长率。网络安全行业高景气，公司聚焦优势领域，长远布局研发销售，核心竞争力持续提升，预计订单量在 2022 年将迎来显著增长，给予公司 2022 年 5.0 倍 PS，对应目标价 27.22 元，首次覆盖，给予“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	1667.47	2177.80	2843.58	3714.25	净利润	181.26	192.60	219.71	256.74
营业成本	777.95	992.10	1330.84	1790.40	折旧与摊销	22.18	7.55	7.55	7.55
营业税金及附加	10.17	16.90	20.44	26.05	财务费用	4.76	-4.17	-2.62	-3.16
销售费用	375.34	481.44	622.52	813.06	资产减值损失	-34.90	0.00	2.00	-1.00
管理费用	147.36	192.46	251.30	328.25	经营营运资本变动	-82.67	-169.09	-39.54	-42.61
财务费用	4.76	-4.17	-2.62	-3.16	其他	53.02	-21.79	-27.98	-27.24
资产减值损失	-34.90	0.00	2.00	-1.00	经营活动现金流净额	143.65	5.10	159.12	190.29
投资收益	18.10	0.00	2.56	0.00	资本支出	188.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	43.58	21.79	25.42	27.24	其他	-264.21	21.79	27.98	27.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-75.62	21.79	27.98	27.24
营业利润	212.26	225.59	257.33	300.69	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.01	-0.04	-0.03	-0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	212.27	225.55	257.30	300.66	股权融资	50.03	0.00	0.00	0.00
所得税	31.01	32.95	37.59	43.92	支付股利	0.00	-17.87	-22.34	-27.29
净利润	181.26	192.60	219.71	256.74	其他	-81.37	-21.16	2.62	3.16
少数股东损益	2.58	1.08	1.42	1.82	筹资活动现金流净额	-31.34	-39.03	-19.73	-24.13
归属母公司股东净利润	178.69	191.52	218.29	254.92	现金流量净额	36.44	-12.14	167.37	193.40
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	1261.31	1249.17	1416.54	1609.94	成长能力				
应收和预付款项	343.42	427.22	567.95	739.92	销售收入增长率	30.82%	30.61%	30.57%	30.62%
存货	262.79	335.14	447.56	603.81	营业利润增长率	1.53%	6.28%	14.07%	16.85%
其他流动资产	217.14	31.32	40.90	53.42	净利润增长率	6.41%	6.26%	14.07%	16.85%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.64%	-4.28%	14.54%	16.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	40.54	38.71	36.89	35.06	毛利率	53.35%	54.45%	53.20%	51.80%
无形资产和开发支出	35.43	32.06	28.70	25.33	三费率	31.63%	30.75%	30.64%	30.64%
其他非流动资产	328.90	326.54	324.19	321.83	净利率	10.87%	8.84%	7.73%	6.91%
资产总计	2489.53	2440.17	2862.72	3389.31	ROE	12.41%	11.77%	11.98%	12.44%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.28%	7.89%	7.67%	7.58%
应付和预收款项	470.45	579.71	782.66	1049.62	ROIC	241.89%	96.83%	61.76%	54.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.35%	10.51%	9.22%	8.21%
其他负债	558.47	223.39	245.63	275.80	营运能力				
负债合计	1028.91	803.10	1028.29	1325.41	总资产周转率	0.75	0.88	1.07	1.19
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	50.01	54.96	75.23	103.24
资本公积	363.00	1482.02	1482.02	1482.02	应收账款周转率	7.20	6.94	7.02	6.99
留存收益	736.80	910.46	1106.40	1334.04	存货周转率	2.78	3.32	3.39	3.40
归属母公司股东权益	1458.08	1633.45	1829.40	2057.03	销售商品提供劳务收到现金营业收入	93.86%	—	—	—
少数股东权益	2.54	3.62	5.04	6.86	资本结构				
股东权益合计	1460.61	1637.07	1834.44	2063.89	资产负债率	41.33%	32.91%	35.92%	39.11%
负债和股东权益合计	2489.53	2440.17	2862.72	3389.31	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.39	3.17	2.84	2.58
					速动比率	2.09	2.65	2.33	2.06
					股利支付率	0.00%	9.33%	10.24%	10.70%
					每股指标				
					每股收益	0.45	0.48	0.55	0.64
					每股净资产	3.65	4.08	4.57	5.14
					每股经营现金	0.36	0.01	0.40	0.48
					每股股利	0.00	0.04	0.06	0.07
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	239.20	228.97	262.26	305.08					
PE	44.12	41.17	36.12	30.93					
PB	5.41	4.83	4.31	3.83					
PS	4.73	3.62	2.77	2.12					
EV/EBITDA	23.23	24.20	20.49	16.98					
股息率	0.00%	0.23%	0.28%	0.35%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
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	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn