

# 安恒信息（688023.SH）——2022 中报点评

## 疫情导致二季度增长放缓，云安全和数据安全可期

买入

### 核心观点

**上半年疫情影响较大，Q2 收入增速放缓。**2022H1 公司实现收入 5.35 亿元（+15.78%），归母净利润-3.72 亿元（-112.68%），扣非归母净利润-3.84 亿元（-52%）。单 Q2 来看，公司实现收入 3.01 亿元（+8.42%），归母净利润-1.81 亿元（-273.52%），扣非归母净利润-1.89 亿元（-53.71%）。疫情对 Q2 收入影响较大，但公司上半年收入占比较低，下半年收入有望加速。

**毛利率下半年有望回升，研发投入保持较高强度。**上半年公司毛利率为 53.12%，同比有所下降，主要系公司第三方硬件产品，以及相关安全服务人员成本在全年均摊导致。2022 上半年，公司销售、管理、研发费用同比增长 24.22%、34.49%、41.24%；费用增速仍超过收入增长水平。其中研发人员达到 1415 人（+21%）。但从 22Q2 来看，费用水平仅比 Q1 略有增长，且公司本期确认股份支付费用为 7079.91 万元，比上年同期增长 60.50%。费用控制仍是今年公司重点任务之一，下半年公司费用增速有望放缓。

**新兴安全业务保持较快增长，云安全和数据安全可期。**云安全方面，公司云安全平台营业收入增长超 40%。公司最新推出 MSS 安全托管运营服务，已累计服务近 100 家客户，客户数量连续数月增速超过 110%，在中小客户场景得到高度认可，大型客户也探索出新模式落地。MSS 有望提高订阅收入占比和毛利率。数据安全方面，公司数据安全管控平台产品收入同比增长超 270%，Ailand 数据安全岛不断落地。密码方面，由于密评在 22 年持续推广，公司收购的弗兰科营收较上年同期增长近 85%。信创方面，公司产品性能优势明显，市场份额快速扩大，营收同比增长超 100%。

**网络安全市场增长无忧，安恒在新兴领域布局出众。**根据 IDC 数据，2021 年中国网络安全相关支出有望达到 102.6 亿美元。预计 2025 年，该支出将达 214.6 亿美元，复合增速为 20.5%。在数字经济等发展背景下，即使疫情影响，更多的是扰乱安全建设节奏，而非真实需求。公司在“云、大、物、智、工”等新兴领域不断投入，增速有望持续领先行业平均水平，如公有云托管安全服务市场份额排名第三等。

**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。由于订单确认收入存在不确定性，因此下调盈利预测。预计 2022-2024 年营业收入由 24.72/32.77/42.21 亿元，下调为 24.02/32.44/42.32 亿元，增速分别为 32%/35%/30%，归母净利润为 0.74/2.54/3.79 亿元，对应当前 PE 为 168/49/33 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	2,402	3,244	4,232
(+/-%)	40.1%	37.6%	32.0%	35.0%	30.4%
净利润(百万元)	134	14	74	254	379
(+/-%)	45.4%	-89.7%	439.6%	240.6%	49.3%
每股收益(元)	1.81	0.18	0.95	3.23	4.82
EBIT Margin	3.2%	-10.5%	-2.6%	3.6%	5.6%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	0.4%	2.4%	7.6%	10.5%
市盈率 (PE)	88.0	905.5	167.8	49.3	33.0
EV/EBITDA	159.6	-101.9	-1103.2	88.9	52.7
市净率 (PB)	7.07	4.04	3.97	3.75	3.45

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：库宏焱

021-60875168

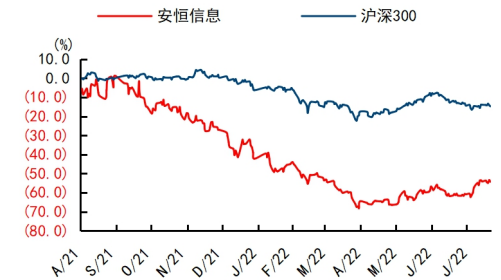
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	159.25 元
总市值/流通市值	12581/9077 百万元
52 周最高价/最低价	370.64/109.38 元
近 3 个月日均成交额	128.32 百万元

#### 市场走势



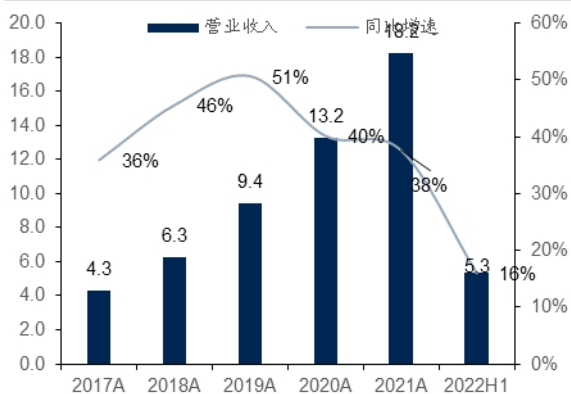
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《安恒信息（688023.SH）-新兴安全领域加大投入，利润率有望逐步修复》——2022-04-23
- 《安恒信息-688023-2021 三季报点评：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

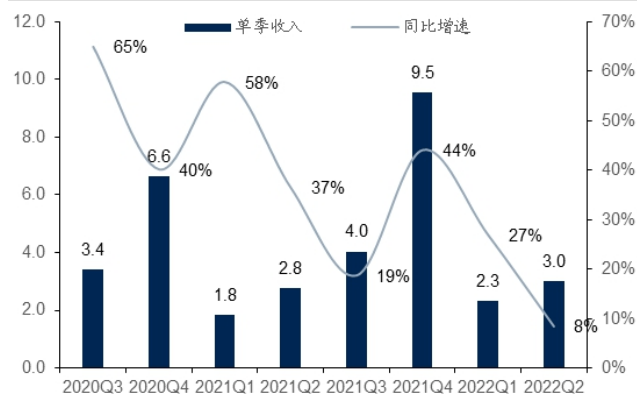
疫情影响订单收入确认，下半年有望逐步回暖。公司 Q2 实现收入 3.01 亿元（+8.42%），归母净利润-1.81 亿元（-273.52%），扣非归母净利润-1.89 亿元（-53.71%）。公司整体政府收入仍保持较高增长，尤其在数据安全带动下，只要下半年收入正常回暖。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



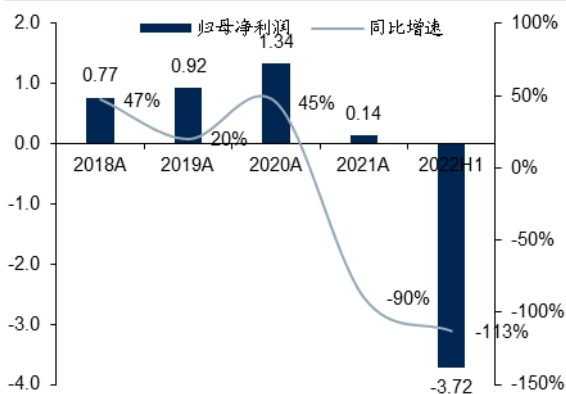
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



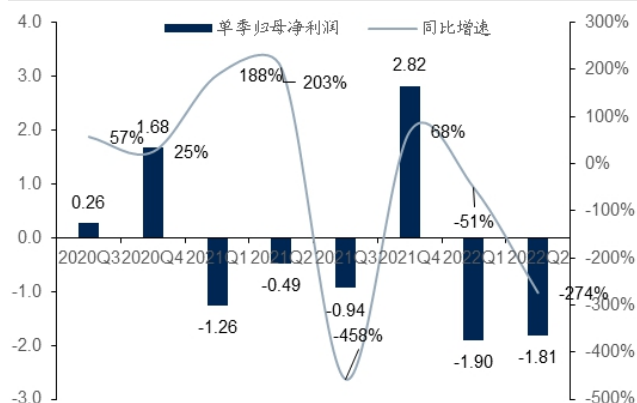
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：**由于订单确认收入存在不确定性，因此下调盈利预测。预计 2022-2024 年营业收入由 24.72/32.77/42.21 亿元，下调为 24.02/32.44/42.32 亿元，增速分别为 32%/35%/30%，归母净利润为 0.74/2.54/3.79 亿元，对应当前 PE 为 168/49/33 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 (21A)	PS (22E)	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E				
688023	安恒信息	159.25	125.02	0.2	1.0	3.2	4.8	905.5	167.6	49.3	33.0	0.4	5.20	买入	
300454	深信服	98.65	409.97	0.7	1.1	1.9	2.6	149.5	94.0	51.4	37.8	3.7	4.72	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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1313	2014	2000	2000	2000	营业收入	1323	1820	2402	3244	4232
应收款项	347	582	768	1037	1353	营业成本	411	656	876	1179	1539
存货净额	115	193	264	359	473	营业税金及附加	17	18	24	32	42
其他流动资产	21	31	41	55	72	销售费用	439	636	745	908	1143
<b>流动资产合计</b>	<b>1967</b>	<b>3211</b>	<b>3464</b>	<b>3842</b>	<b>4288</b>	管理费用	102	166	195	230	257
固定资产	317	468	432	394	353	研发费用	312	536	625	779	1016
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)
<b>资产总计</b>	<b>2463</b>	<b>4852</b>	<b>5271</b>	<b>5813</b>	<b>6420</b>	其他收入	(245)	(467)	(505)	(644)	(866)
短期借款及交易性金融负债	22	216	274	223	62	营业利润	140	(41)	78	272	406
应付款项	175	258	353	480	633	营业外净收支	(9)	(3)	1	1	1
其他流动负债	499	582	732	939	1196	<b>利润总额</b>	<b>131</b>	<b>(44)</b>	<b>79</b>	<b>273</b>	<b>407</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>695</b>	<b>1056</b>	<b>1359</b>	<b>1642</b>	<b>1891</b>	所得税费用	(1)	(55)	0	3	4
长期借款及应付债券	85	619	619	619	619	少数股东损益	(2)	(3)	5	16	24
其他长期负债	11	67	124	181	237	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>134</b>	<b>14</b>	<b>74</b>	<b>254</b>	<b>379</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>96</b>	<b>686</b>	<b>742</b>	<b>799</b>	<b>856</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>791</b>	<b>1742</b>	<b>2102</b>	<b>2441</b>	<b>2747</b>	净利润	134	14	74	254	379
少数股东权益	3	18	22	34	52	资产减值准备	1	(1)	(0)	(0)	(0)
股东权益	1669	3091	3147	3338	3622	折旧摊销	36	51	49	51	54
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2463</b>	<b>4852</b>	<b>5271</b>	<b>5813</b>	<b>6420</b>	公允价值变动损失	(4)	(4)	20	20	20
						财务费用	(22)	(5)	(30)	(30)	(30)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(42)	(843)	34	12	20
每股收益	1.81	0.18	0.95	3.23	4.82	其它	(3)	4	4	12	18
每股红利	0.46	0.38	0.24	0.81	1.21	<b>经营活动现金流</b>	<b>122</b>	<b>(779)</b>	<b>181</b>	<b>350</b>	<b>490</b>
每股净资产	22.54	39.38	40.09	42.52	46.13	资本开支	0	(203)	(31)	(31)	(31)
ROIC	4.10%	1.90%	-1%	5%	8%	其它投资现金流	(171)	(221)	0	0	0
ROE	8.03%	0.45%	2%	8%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(177)</b>	<b>(627)</b>	<b>(235)</b>	<b>(235)</b>	<b>(235)</b>
毛利率	69%	64%	64%	64%	64%	权益性融资	0	1367	0	0	0
EBIT Margin	3%	-10%	-3%	4%	6%	负债净变化	(22)	534	0	0	0
EBITDA Margin	6%	-8%	-1%	5%	7%	支付股利、利息	(34)	(30)	(19)	(63)	(95)
收入增长	40%	38%	32%	35%	30%	其它融资现金流	(3)	(269)	59	(51)	(161)
净利润增长率	45%	-90%	440%	241%	49%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(115)</b>	<b>2107</b>	<b>40</b>	<b>(115)</b>	<b>(255)</b>
资产负债率	32%	36%	40%	43%	44%	<b>现金净变动</b>	<b>(170)</b>	<b>701</b>	<b>(14)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股息率	0.3%	0.2%	0.1%	0.5%	0.8%	货币资金的期初余额	1483	1313	2014	2000	2000
P/E	88.0	905.5	167.8	49.3	33.0	货币资金的期末余额	1313	2014	2000	2000	2000
P/B	7.1	4.0	4.0	3.7	3.5	企业自由现金流	0	(946)	(10)	148	276
EV/EBITDA	159.6	(101.9)	(1103.2)	88.9	52.7	权益自由现金流	0	(681)	79	126	145

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