

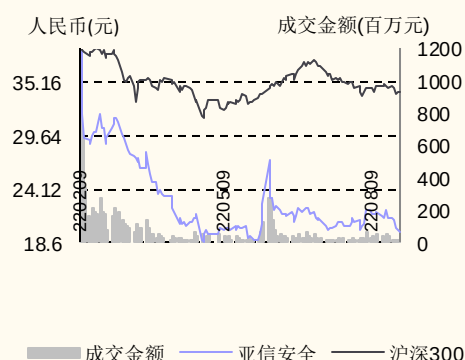
亚信安全 (688225.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 19.68 元

目标价格 (人民币): 29.04 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	0.34
总市值(亿元)	78.72
年内股价最高最低(元)	38.91/18.72
沪深 300 指数	4108
上证指数	3236


相关报告

1. 《XDR 领域领导者，发力新安全市场》，2022.8.1

李忠宇 联系人
lizhongyu01@gjzq.com.cn

纪超 联系人
jichao@gjzq.com.cn

孟灿 分析师 SAC 执业编号: S1130522050001

战略结构调整效果显现，打造中长期增长引擎
公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,275	1,667	2,094	2,672	3,390
营业收入增长率	18.32%	30.82%	25.61%	27.60%	26.87%
归母净利润(百万元)	170	179	194	229	308
归母净利润增长率	4.57%	4.88%	8.45%	18.36%	34.42%
摊薄每股收益(元)	0.473	0.496	0.484	0.573	0.771
每股经营性现金流净额	0.57	0.40	0.76	0.93	1.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.84%	12.25%	6.92%	7.77%	9.74%
P/E	N.A	N.A	40.62	34.32	25.53
P/B	N.A	N.A	2.81	2.67	2.49

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月26日，公司发布2022年半年度报告，22H1实现营收5.93亿元，同比增长21.98%，归母净利润-1.71亿元，同比下降1.79亿元，扣非归母净利润-1.97亿元，同比下降361.03%。22Q2实现营收3.08亿元，同比增长35.85%，归母净利润-0.92亿元，同比下降1.02亿元，扣非归母净利润-1.03亿元。

经营分析

- **结构调整带动收入稳步提升，研发、销售端投入较大致使利润端承压。**行业结构调整方面，公司上半年非运营商行业收入同比增长61.17%，占比达到54.97%，同比增加13.37pct，行业结构日趋均衡；产品结构调整方面，公司加速发展标准化产品体系，标准化产品收入同比增长39.87%，占比达到45.28%，同比增加5.79pct，双维度调整效果显现，带动公司收入稳步提升。为落实结构调整战略，公司在研发端和销售端投入持续加大，研发费用同比上升72.13%，销售费用同比上升56.71%，二者增速均高于收入增速，叠加行业季节性收入特点明显，致使公司上半年利润端承压。此外公司经营性净现金流同比下降197.57%，主要系相应成本费用支出增加所致。
- **持续打造“产品+平台+服务”完整闭环，协同效益显现。**公司致力于将产品、平台、服务联动，打造整体安全防御体系，公司以安全平台为核心，通过与核心战略安全产品联动，形成一体化优势，以产品带平台，以平台促产品，双向联动使得公司主要战略产品综合收入增速达到38.5%，并且客单价同比快速提升。此外，公司上半年安全服务业务收入同比增长108.48%，客户粘性增加推动老客户增购，提升了新客户客单价，另一方面也促进了标品业务的快速增长。“产品化、平台化、服务化”的发展战略有望成为公司业务持续快速增长的强力引擎。

投资建议

- 我们预计公司2022-2024年的净利润分别为1.94、2.29、3.08亿元，当前股价对应PE分别为41、34、26倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情导致下游客户需求放缓；网络安全相关政策落地不及预期；下游客户集中度过高的风险；行业竞争加剧的风险；产品标准化研发不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,077	1,275	1,667	2,094	2,672	3,390
增长率		18.3%	30.8%	25.6%	27.6%	26.9%
主营业务成本	-434	-567	-778	-946	-1,171	-1,441
%销售收入	40.3%	44.5%	46.7%	45.2%	43.8%	42.5%
毛利	643	707	890	1,148	1,502	1,949
%销售收入	59.7%	55.5%	53.3%	54.8%	56.2%	57.5%
营业税金及附加	-10	-10	-10	-13	-16	-21
%销售收入	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-244	-257	-375	-513	-641	-780
%销售收入	22.7%	20.1%	22.5%	24.5%	24.0%	23.0%
管理费用	-137	-121	-147	-179	-224	-281
%销售收入	12.7%	9.5%	8.8%	8.5%	8.4%	8.3%
研发费用	-142	-162	-232	-333	-479	-641
%销售收入	13.1%	12.7%	13.9%	15.9%	17.9%	18.9%
息税前利润 (EBIT)	110	158	124	110	141	226
%销售收入	10.2%	12.4%	7.5%	5.3%	5.3%	6.7%
财务费用	0	2	-5	19	23	31
%销售收入	0.0%	-0.1%	0.3%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-8	-25	-47	-7	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	44	30	30	30
投资收益	11	14	18	18	18	18
%税前利润	5.4%	7.0%	8.5%	7.9%	6.7%	5.0%
营业利润	202	209	212	230	272	364
营业利润率	18.7%	16.4%	12.7%	11.0%	10.2%	10.7%
营业外收支	-4	-4	0	0	0	0
税前利润	197	205	212	230	272	364
利润率	18.3%	16.1%	12.7%	11.0%	10.2%	10.7%
所得税	-35	-35	-31	-34	-40	-53
所得税率	17.5%	17.0%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
净利润	163	170	181	196	232	311
少数股东损益	0	0	3	3	3	3
归属于母公司的净利润	163	170	179	194	229	308
净利率	15.1%	13.4%	10.7%	9.3%	8.6%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	163	170	181	196	232	311
少数股东损益	0	0	3	3	3	3
非现金支出	20	39	95	40	50	68
非经营收益	-27	-22	-58	-41	-43	-44
营运资金变动	-31	17	-75	110	132	189
经营活动现金净流	124	205	144	305	371	524
资本开支	-12	-23	-52	-72	-82	-92
投资	10	0	-50	-1,320	30	30
其他	11	14	26	18	18	18
投资活动现金净流	9	-9	-76	-1,374	-34	-44
股权募资	0	450	0	1,203	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	-31	-63	-81	-100
筹资活动现金净流	0	450	-31	1,140	-81	-100
现金净流量	133	646	36	71	256	380

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	578	1,227	1,261	1,299	1,530	1,892
应收款项	182	207	317	340	414	500
存货	335	298	263	338	387	437
其他流动资产	42	108	244	1,562	1,611	1,673
流动资产	1,137	1,840	2,085	3,539	3,942	4,502
%总资产	91.2%	93.4%	83.7%	88.9%	89.2%	90.0%
长期投资	0	0	85	85	85	85
固定资产	21	26	41	62	81	93
%总资产	1.7%	1.3%	1.6%	1.6%	1.8%	1.8%
无形资产	31	39	59	83	105	125
非流动资产	110	130	405	444	477	502
%总资产	8.8%	6.6%	16.3%	11.1%	10.8%	10.0%
资产总计	1,247	1,970	2,490	3,983	4,419	5,004
短期借款	0	0	27	27	27	27
应付款项	54	126	203	215	277	350
其他流动负债	576	581	641	808	1,049	1,360
流动负债	630	707	871	1,050	1,353	1,738
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	33	158	129	107	92
负债	650	740	1,029	1,179	1,459	1,829
普通股股东权益	597	1,231	1,458	2,799	2,952	3,164
其中：股本	90	360	360	400	400	400
未分配利润	388	558	731	868	1,022	1,234
少数股东权益	0	0	3	5	8	10
负债股东权益合计	1,247	1,970	2,490	3,983	4,419	5,004

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.810	0.473	0.496	0.484	0.573	0.771
每股净资产	6.636	3.419	4.050	6.997	7.380	7.911
每股经营现金净流	0.346	0.570	0.399	0.764	0.927	1.310
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.140	0.190	0.240
回报率						
净资产收益率	27.28%	13.84%	12.25%	6.92%	7.77%	9.74%
总资产收益率	13.07%	8.65%	7.18%	4.87%	5.19%	6.16%
投入资本收益率	15.13%	10.68%	7.12%	3.31%	4.02%	6.02%
增长率						
主营业务收入增长率	23.34%	18.32%	30.82%	25.61%	27.60%	26.87%
EBIT增长率	24.01%	44.45%	-21.32%	-11.63%	28.20%	60.23%
净利润增长率	53.84%	4.57%	4.88%	8.45%	18.36%	34.42%
总资产增长率	22.21%	58.02%	26.36%	59.97%	10.96%	13.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.5	49.2	50.7	52.7	50.7	48.7
存货周转天数	268.6	203.6	131.5	133.0	123.0	113.0
应付账款周转天数	26.2	40.6	58.4	63.0	66.0	68.0
固定资产周转天数	7.1	7.5	8.9	10.9	11.0	10.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-96.80%	-99.73%	-84.50%	-93.50%	-96.38%	-101.27%
EBIT利息保障倍数	-875.9	-96.4	26.2	-5.9	-6.0	-7.3
资产负债率	52.10%	37.54%	41.33%	29.59%	33.02%	36.56%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	3	7
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.25	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-01	买入	20.68	29.04

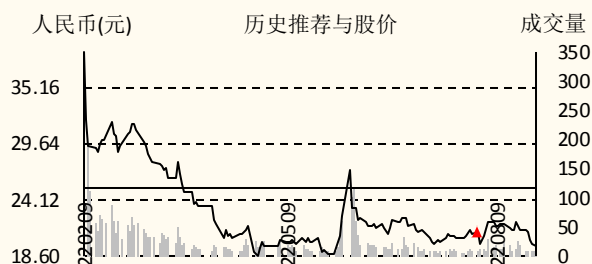
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402