

安博通（688168.SH）——2022 中报点评

加大研发和市场投入，可视化技术开启新成长曲线

买入

核心观点

二季度保持较快增速。2022H1，公司实现收入 1.44 亿元（+24.06%），归母净利润-0.33 亿元，扣非归母净利润-0.37 亿元，同比下滑较多。单 Q2 来看，公司实现 0.91 亿元（+26.49%），归母净利润-0.10 亿元，扣非归母净利润-0.13 亿元。公司 Q2 收入实现加速，收入端保持较快增长主要系 2022 年半年度订单量和业务量增加所致；利润亏损加大主要系人员快速增长导致。

公司持续加大研发和市场投入。22 上半年，公司毛利率为 52.07%，同比下降了 5.03 个百分点。公司销售、管理、研发费用同比增长 99.83%、4.13%、51.65%。近两年公司加大人员投入，22H1 人员同比增长 86.84%，相比 21 年底增长了 37.29%。研发方面，22H1 研发人员达到 219 人，同比增长 50%。销售方面，公司上半年在全国 7 个大区分别建立了区域销售市场。

上游厂商受益于下游竞争激烈。公司自主研发的 ABT SPOS 网络安全系统平台，已成为行业内众多一线安全厂商与大型解决方案集成商广泛搭载的网络安全系统套件，客户遍及华为、新华三、安恒信息、太极股份等厂商。近年来随着网络安全行业快速发展，众多安全厂商在向更全面的解决方案方向发展，在竞争加剧的背景下，公司的产品为各个安全厂商快速补足产品线提供了支撑。因此公司传统业务，尤其网关产品有望保持稳健增长。

持续推出新产品，以“可视化”技术为矛开拓新领域。上半年，公司发布了元溯”数据资产监测与溯源分析平台产品，该产品破解了传统以 UEBA 技术为基础的误报问题，提供了数据安全领域的可视化解决方案；产品先后在运营商、公安、金融、医疗、教育、烟草等典型行业落地，已有相关订单收入产生。可视化是公司重点的产品方向，公司已在物理网络、逻辑网络、应用网络和数据网络等层面构建了完善的安全可视化能力，上半年推出“墨影”网络节点资源管理平台、“方州”新一代安全业务中台等产品。流量、策略、攻击暴露面等可视化能力已经逐步成为复杂网络下的刚需。公司以“可视化产品”为差异化竞争优势，加大销售和市场拓展，直面终端客户，有望开启第二成长曲线。

风险提示：疫情反复影响公司正常经营节奏，新业务拓展不及预期等。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 5.29/7.02/8.94，增速分别为 35%/33%/27%，归母净利润为 0.91/1.18/1.55 亿元，对应当前 PE 为 27/21/16 倍，给予“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)	263	391	529	702	894
(+/-%)	5.7%	48.9%	35.2%	32.5%	27.4%
净利润(百万元)	44	72	91	118	155
(+/-%)	-39.7%	62.3%	25.9%	30.4%	31.2%
每股收益(元)	0.62	1.00	1.26	1.65	2.16
EBIT Margin	16.7%	8.4%	13.1%	14.7%	16.3%
净资产收益率 (ROE)	4.4%	6.6%	7.8%	9.5%	11.4%
市盈率 (PE)	55.6	34.3	27.2	20.9	15.9
EV/EBITDA	53.2	67.8	35.5	25.8	19.5
市净率 (PB)	2.42	2.27	2.13	1.98	1.81

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(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	34.70 元
总市值/流通市值	2498/2498 百万元
52 周最高价/最低价	73.28/32.42 元
近 3 个月日均成交额	24.18 百万元

市场走势

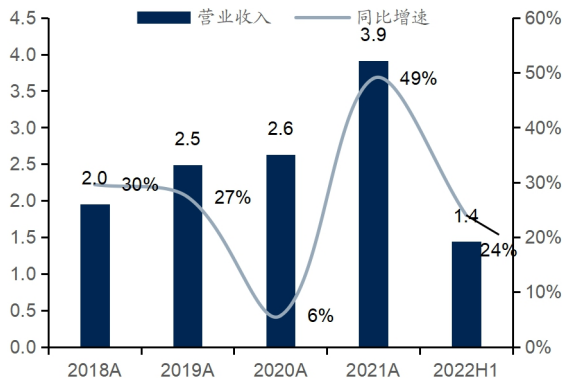


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

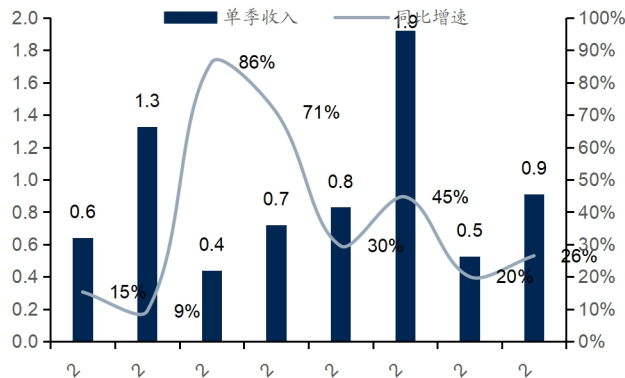
上半年保持较快增长。2022H1，公司实现收入 1.44 亿元（+24.06%），归母净利润-0.33 亿元，扣非归母净利润-0.37 亿元，同比下滑较多。单 Q2 来看，公司实现 0.91 亿元（+26.49%），归母净利润-0.10 亿元，扣非归母净利润-0.13 亿元。公司 Q2 收入实现加速，收入端保持较快增长主要系 2022 年半年度订单量和业务量增加所致；利润亏损加大主要系人员快速增长导致。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



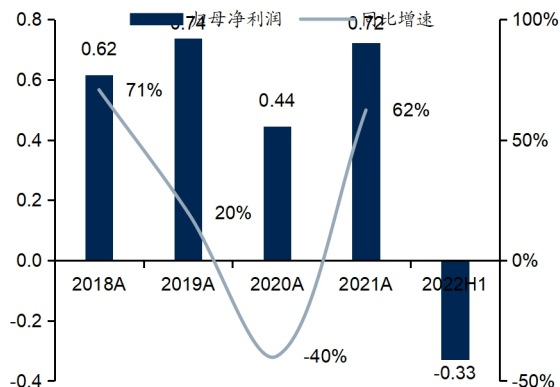
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



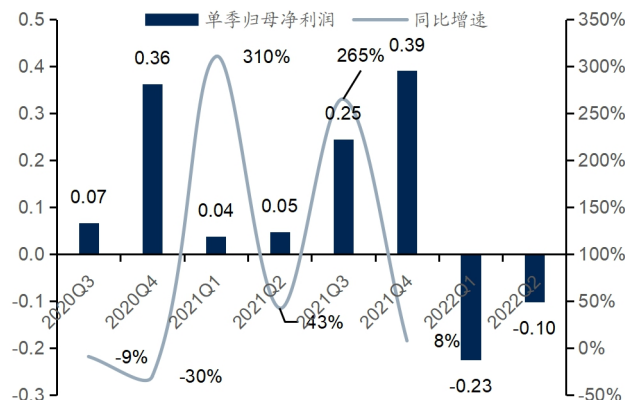
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

盈利预测：

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1) 网关产品：公司网关产品主要是下一代防火墙、网络行为管理与审计等组件产品，均是网络安全硬件中最核心的产品品类。根据 IDC 预测，2021-2025 的五年预测期内，我国网络安全相关支出将以 20.5%的年复合增长率增长，增速位列全球第一。公司网关产品主要客户是华为、新华三、安恒信息、太极股份等业内头部的安全和集成厂商，其增速要高于行业平均水平，因此公司网关产品有望保持高于行业增长水平，我们预期 22-24 年增速为 28%/30%/25%，毛利率保持稳定。
- 2) 安全管理产品：公司安全管理产品以“可视化”技术为基础，包括流量、策略、

网络攻击面等多种可视化产品，是公司当前发展的重心。从公司人员增长来看，22H1 人员同比增长 86.84%，大量研发和销售、市场人员均投入在该领域。安全管理产品是公司直接突破终端客户的重要策略，有望保持较高的增长。我们预期 22-24 年增速为 70%/40%/35%，毛利率保持稳定。

3) 安全服务：近年来随着网络攻防演习常态化，安全服务处于快速增长状态。根据 IDC 预测，我国安全服务市场增速比行业平均增速更快。公司近年来加大了安全服务投入，未来仍有望保持较快增长。我们预期 22-24 年增速为 40%/40%/30%，毛利率保持稳定。

表1：公司业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
网关产品	1.86	2.09	3.08	3.94	5.13	6.41
毛利率	58.82%	57.85%	51.55%	51.55%	51.55%	51.55%
yoy	14.81%	12.37%	47.37%	28.00%	30.00%	25.00%
安全管理产品	0.47	0.40	0.61	1.04	1.45	1.96
毛利率	98.69%	98.87%	94.09%	93.00%	93.00%	93.00%
yoy	88.00%	-14.89%	52.50%	70.00%	40%	35%
安全服务	0.08	0.09	0.22	0.31	0.43	0.56
毛利率	96.35%	78.76%	93.43%	92.00%	92.00%	92.00%
yoy	0.00%	12.50%	144.44%	40.00%	40%	30%
合计	2.49	2.64	3.91	5.29	7.01	8.93
毛利率	65.72%	63.60%	60.54%	62.04%	62.63%	63.19%
yoy	27.69%	6.02%	48.11%	35.23%	32.54%	27.38%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：首次覆盖，给予买入评级。预计 2022-2024 年营业收入为 5.29/7.02/8.94，增速分别为 35%/33%/27%，归母净利润为 0.91/1.18/1.55 亿元，对应当前 PE 为 27/21/16 倍。由于网络安全行业仍保持较快，公司一方面受益于下游竞争加剧，传统产品保持快于行业平均的增速；一方面以“可视化”技术开启新成长曲线；公司整体有望保持较快增速。参考公司近年来复合增速，给予 2023 年 30 倍 PE，对应市值为 35.4 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
688168	安博通	34.70	24.92	1.0	1.3	1.7	2.2	34.7	27.5	21.0	16.1	6.6	1.06	买入
688030	山石网科	20.61	37.14	0.4	0.7	1.1	1.6	49.1	28.6	18.1	12.6	5.0	0.40	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	533	684	600	600	600	营业收入	263	391	529	702	894
应收款项	220	281	380	504	642	营业成本	96	155	201	262	329
存货净额	29	37	48	63	79	营业税金及附加	2	3	5	6	8
其他流动资产	34	34	46	61	77	销售费用	26	59	79	105	134
流动资产合计	1087	1076	1114	1268	1438	管理费用	31	48	53	64	81
固定资产	40	53	57	60	63	研发费用	63	94	122	161	197
无形资产及其他	9	11	11	12	12	财务费用	(3)	(6)	(9)	(4)	1
投资性房地产	10	12	12	12	12	投资收益	13	9	3	2	2
长期股权投资	0	86	171	257	342	资产减值及公允价值变动	0	2	0	0	0
资产总计	1145	1237	1366	1609	1869	其他收入	(73)	(61)	(100)	(136)	(167)
短期借款及交易性金融负债	42	68	105	229	339	营业利润	49	82	103	135	177
应付款项	35	28	36	47	60	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	46	49	63	82	103	利润总额	49	82	103	135	177
流动负债合计	122	145	205	359	502	所得税费用	5	11	14	18	24
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	1	2	3	4	5	归属于母公司净利润	44	72	91	118	155
长期负债合计	1	2	3	4	5	现金流量表（百万元）					
负债合计	123	146	207	363	507	净利润	44	72	91	118	155
少数股东权益	2	0	(1)	(3)	(5)	资产减值准备	(14)	2	0	0	0
股东权益	1020	1091	1159	1249	1367	折旧摊销	5	6	6	7	7
负债和股东权益总计	1145	1237	1366	1609	1869	公允价值变动损失	0	(2)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	(6)	(9)	(4)	1
每股收益	0.62	1.00	1.26	1.65	2.16	营运资本变动	(38)	(71)	(99)	(122)	(136)
每股红利	0.33	0.24	0.31	0.40	0.52	其它	14	(3)	(1)	(2)	(2)
每股净资产	14.17	15.15	16.10	17.35	18.99	经营活动现金流	11	4	(3)	1	25
ROIC	4.77%	3.78%	6%	8%	10%	资本开支	0	(22)	(11)	(11)	(11)
ROE	4.36%	6.62%	8%	9%	11%	其它投资现金流	(270)	230	0	0	0
毛利率	63%	61%	62%	63%	63%	投资活动现金流	(270)	123	(97)	(97)	(97)
EBIT Margin	17%	8%	13%	15%	16%	权益性融资	0	5	0	0	0
EBITDA Margin	19%	10%	14%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	6%	49%	35%	33%	27%	支付股利、利息	(24)	(17)	(22)	(29)	(38)
净利润增长率	-40%	62%	26%	30%	31%	其它融资现金流	63	54	38	124	109
资产负债率	11%	12%	15%	22%	27%	融资活动现金流	16	24	16	95	72
股息率	1.0%	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%	现金净变动	(243)	151	(84)	0	0
P/E	55.6	34.3	27.2	20.9	15.9	货币资金的期初余额	776	533	684	600	600
P/B	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8	货币资金的期末余额	533	684	600	600	600
EV/EBITDA	53.2	67.8	35.5	25.8	19.5	企业自由现金流	0	(58)	(44)	(38)	(14)
						权益自由现金流	0	(4)	2	90	95

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