

安恒信息（688023.SH）

安全平台增长仍超 30%，数据安全是新驱动力

买入

核心观点

22 年宏观影响较大，23Q1 重回高增长。公司发布 2022 年报，全年实现收入 19.80 亿元（+8.77%），归母净利润-2.53 亿元，扣非归母净利润-2.99 亿元，下滑较大。单 q4 来看，公司收入 9.40 亿元（-1.50%），归母净利润 2.03 亿元（-27.85%），扣非归母净利润 1.80 亿元（-33.89%）。2022 年在宏观环境不利下，公司收入增速放缓，且加大创新领域投入；同时股份支付也达到 0.86 亿元。公司 23Q1 收入 3.36 亿元（+43.99%），归母净利润-1.89 亿元（+0.36%），扣非归母净利润-1.95 亿元（+0.6%）。公司 23Q1 毛利率同比提升超过 5 个百分点，23 年有望开启高质量高增长。

费用投入依然刚性，安全平台依然保持 30%以上增长。22 年公司人员仍保持了较高增长（+20.47%），且加了创新领域投入，费用保持了较高增长：销售、管理、研发费用率分别为 43.09%（+8.16 pct）、9.67%（+0.56 pct）、32.62%（+3.20 pct）。但整体上，公司也加大费用管控，三费增速有所下滑，23Q1 延续下滑趋势。分产品来看，公司安全基础产品收入 4.65 亿元（-11.95%）；安全平台收入 7.69 亿元（+30.81%）；安全服务收入 6.65 亿元（+12.93%）；第三方硬件收入 0.51 亿元（-45.35%）。

数据为驱动，新兴安全快速增长。公司以数据和应用安全起家，紧抓数据要素市场化带来的数据安全历史机遇，公司大数据态势感知保持行业领先，数据安全新产品营业收入增速超 100%。公司实现了 21 个品类、共计 90 余款型号的国产化适配，信创安全营收同比增长 80%；密码产品项目已覆盖全国 24+省市，超过 20 个标杆客户，收入同比增长超 100%；MSS 已在教育、医疗、企业和政务市场建立了上百个标杆，业务已形成千万级体量；终端安全 EDR 产品市场占有率排名前三，收入增长超 30%。

继续保持员工激励，成立军团推动公司再上台阶。公司在 23 年连续实施 2 次限制性股票激励，合计激励 375 名员工，授予 184.12 万股。按照第一期限制性股票激励的考核目标，以公司 22 年营收为基数，23-26 年营收增速不低于 25%/50%/75%/100%。公司保持激励节奏，同时成立军团，不断凝聚成长核心动力。公司成立运营商、公安、金融、网信、大数据局五大行业军，加大头部客户突破力度，推动收入快速增长。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 26.68/35.06/45.01 亿元，增速分别为 35%/31%/28%，归母净利润为 0.89/2.93/4.92 亿元，对应当前 PE 为 185/56/33 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,820	1,980	2,668	3,506	4,501
(+/-%)	37.6%	8.8%	34.7%	31.4%	28.4%
净利润(百万元)	14	-253	89	293	492
(+/-%)	-89.7%	-1935.7%	-135.1%	229.6%	68.2%
每股收益(元)	0.18	-3.22	1.13	3.71	6.25
EBIT Margin	-10.5%	-22.2%	-3.8%	2.5%	6.0%
净资产收益率(ROE)	0.4%	-8.7%	3.0%	9.2%	13.8%
市盈率(PE)	1183.2	-64.7	184.6	56.0	33.3
EV/EBITDA	-129.4	-49.9	-406.2	130.7	57.8
市净率(PB)	5.28	5.64	5.52	5.14	4.60

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

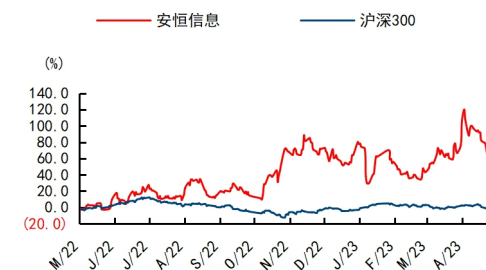
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	208.08 元
总市值/流通市值	16402/16402 百万元
52 周最高价/最低价	267.00/114.20 元
近 3 个月日均成交额	301.65 百万元

市场走势



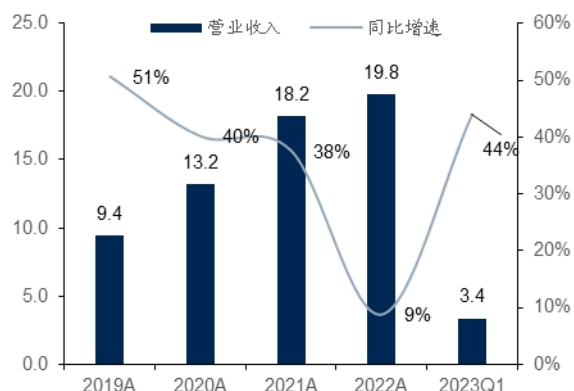
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《安恒信息（688023.SH）——2022 三季报点评-Q3 收入增速达到 25%，政务大数据推动数据安全建设》——2022-10-30
- 《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》——2022-08-22
- 《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

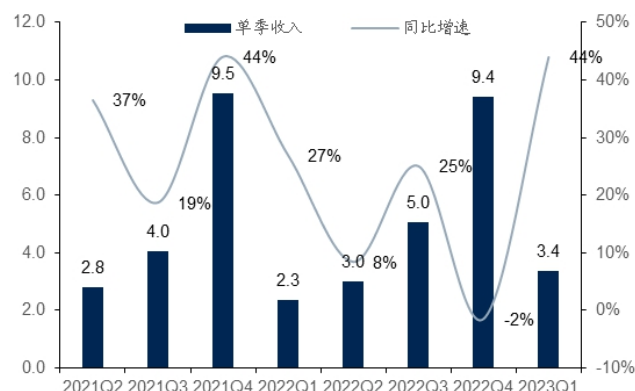
公司发布 2022 年报，全年实现收入 19.80 亿元（+8.77%），归母净利润-2.53 亿元，扣非归母净利润-2.99 亿元，下滑较大。单 q4 来看，公司收入 9.40 亿元（-1.50%），归母净利润 2.03 亿元（-27.85%），扣非归母净利润 1.80 亿元（-33.89%）。2022 年在宏观环境不利下，公司收入增速放缓，且加大创新领域投入；同时股份支付也达到 0.86 亿元。公司 23Q1 收入 3.36 亿元（+43.99%），归母净利润-1.89 亿元（+0.36%），扣非归母净利润-1.95 亿元（+0.6%）。公司 23Q1 毛利率同比提升超过 5 个百分点，23 年有望开启高质量高增长。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



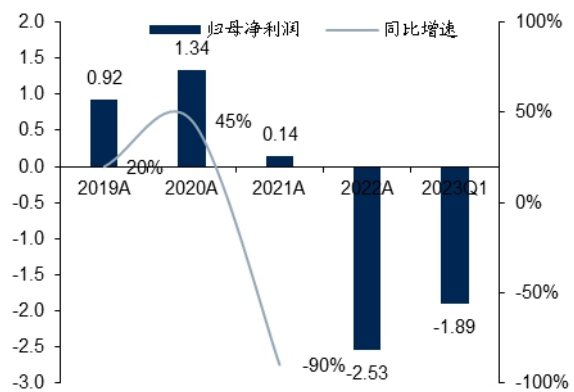
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



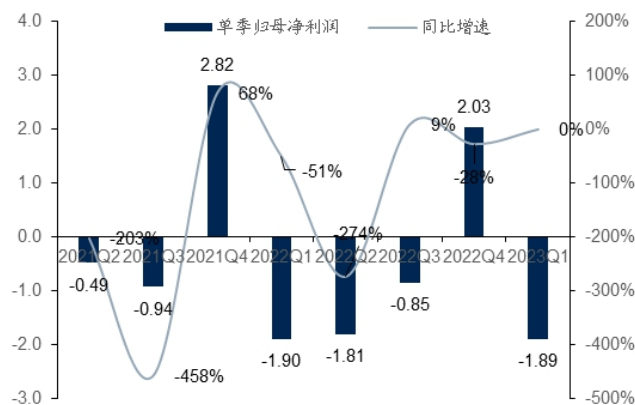
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

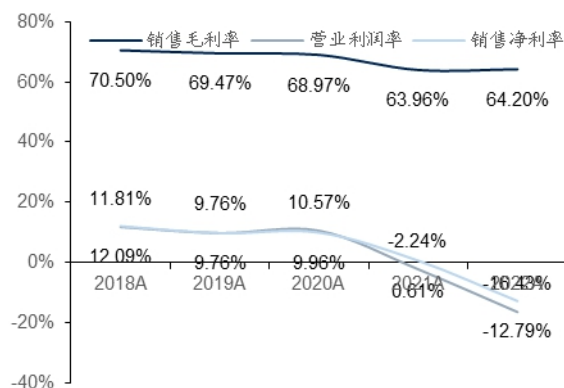
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

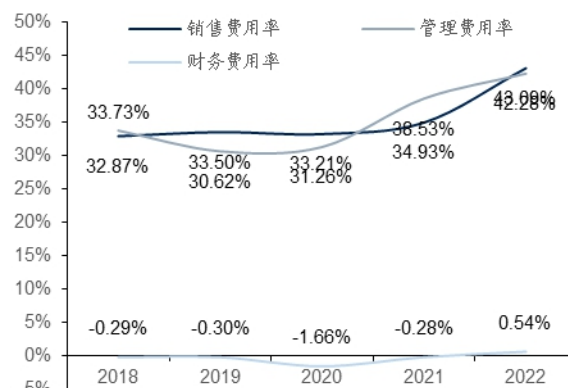
2022 年公司毛利率为 64.20%，同比略有提升。22 年公司人员仍保持了较高增长（+20.47%），且加了创新领域投入，费用保持了较高增长：销售、管理、研发费用率分别为 43.09%（+8.16 pct）、9.67%（+0.56 pct）、32.62%（+3.20 pct）。近年来公司费用率上升较快，导致公司出现亏损。公司当前加强费用控制，费用增速已开始逐步下降。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

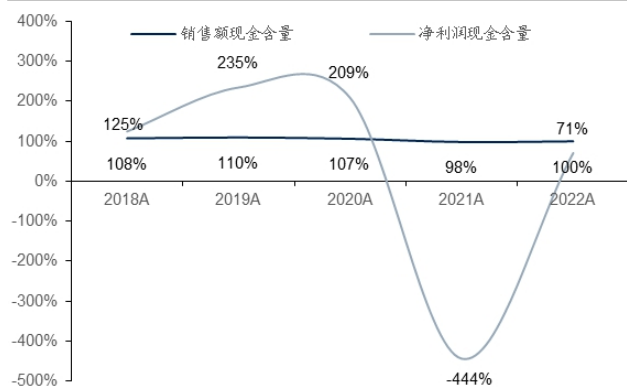
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年宏观经济环境对公司运营指标造成一定影响。公司 2022 年销售商品收到现金 19.81 亿元, 同比增长 10.67%。经营活动现金净流量为-1.79 亿元, 下滑较大。公司应收周转天数、存货周转天数均有所提升。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 26.68/35.06/45.01 亿元, 增速分别为 35%/31%/28%, 归母净利润为 0.89/2.93/4.92 亿元, 对应当前 PE 为 185/56/33 倍, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2014	1853	2000	2000	2000	营业收入	1820	1980	2668	3506	4501
应收款项	582	766	1033	1357	1742	营业成本	656	709	938	1241	1592
存货净额	193	208	286	382	494	营业税金及附加	18	21	28	37	47
其他流动资产	31	46	62	82	105	销售费用	636	853	880	1017	1215
流动资产合计	3211	3146	3654	4094	4615	管理费用	166	191	229	283	340
固定资产	468	578	545	508	469	研发费用	536	646	694	841	1035
无形资产及其他	66	68	66	64	63	财务费用	(5)	11	(29)	(30)	(30)
投资性房地产	876	962	962	962	962	投资收益	72	30	30	30	30
长期股权投资	230	260	290	320	350	资产减值及公允价值变动	4	9	(10)	(10)	(10)
资产总计	4852	5014	5518	5949	6459	其他收入	(467)	(559)	(554)	(686)	(865)
短期借款及交易性金融负债	216	280	488	373	114	营业利润	(41)	(325)	88	292	491
应付款项	258	334	459	614	794	营业外净收支	(3)	(5)	1	1	1
其他流动负债	582	663	786	979	1218	利润总额	(44)	(330)	89	293	492
流动负债合计	1056	1277	1734	1966	2127	所得税费用	(55)	(77)	0	0	0
长期借款及应付债券	619	767	767	767	767	少数股东损益	(3)	0	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	67	47	27	7	(13)	归属于母公司净利润	14	(253)	89	293	492
长期负债合计	686	814	794	774	754	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1742	2091	2527	2740	2880	净利润	14	(253)	89	293	492
少数股东权益	18	16	16	16	16	资产减值准备	(1)	5	1	(0)	(1)
股东权益	3091	2907	2974	3194	3563	折旧摊销	51	70	55	60	62
负债和股东权益总计	4852	5014	5518	5949	6459	公允价值变动损失	(4)	(9)	10	10	10
						财务费用	(5)	11	(29)	(30)	(30)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(843)	(160)	(131)	(113)	(122)
每股收益	0.18	(3.22)	1.13	3.71	6.25	其它	4	(4)	(1)	0	0
每股红利	0.38	0.53	0.28	0.93	1.56	经营活动现金流	(779)	(352)	22	250	442
每股净资产	39.38	36.88	37.73	40.51	45.20	资本开支	0	(189)	(31)	(31)	(31)
ROIC	1.90%	-10.14%	-2%	3%	8%	其它投资现金流	(221)	118	0	0	0
ROE	0.45%	-8.72%	3%	9%	14%	投资活动现金流	(424)	(101)	(61)	(61)	(61)
毛利率	64%	64%	65%	65%	65%	权益性融资	0	46	0	0	0
EBIT Margin	-10%	-22%	-4%	2%	6%	负债净变化	534	148	0	0	0
EBITDA Margin	-8%	-19%	-2%	4%	7%	支付股利、利息	(30)	(42)	(22)	(73)	(123)
收入增长	38%	9%	35%	31%	28%	其它融资现金流	896	33	208	(116)	(258)
净利润增长率	-90%	-1936%	-135%	230%	68%	融资活动现金流	1904	292	186	(189)	(381)
资产负债率	36%	42%	46%	46%	45%	现金净变动	701	(161)	147	0	0
股息率	0.2%	0.3%	0.1%	0.4%	0.8%	货币资金的期初余额	1313	2014	1853	2000	2000
P/E	1183.2	(64.7)	184.6	56.0	33.3	货币资金的期末余额	2014	1853	2000	2000	2000
P/B	5.3	5.6	5.5	5.1	4.6	企业自由现金流	0	(617)	(209)	3	180
EV/EBITDA	(129.4)	(49.9)	(406.2)	130.7	57.8	权益自由现金流	0	(435)	28	(83)	(48)

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