

亚信安全 (688225. SH)

标品收入仍保持 30%以上增速，看好终端安全市场

买入

核心观点

二季度开始反转，亏损逐步收窄。公司发布 23H1 中报，上半年公司实现收入 5.63 亿元 (-5.01%)；归母净利润-1.71 亿元，亏损同比扩大 0.44%；扣非净利润 -1.92 亿元，亏损同比收窄 2.40%。单 Q2 来看，公司实现收入 3.27 亿元 (+6.12%)；归母净利润-0.76 亿元，亏损同比收窄 17.21%；扣非净利润-0.79 亿元，亏损同比收窄 22.98%，主要是低毛利业务有所下降。

产品和服务端整体保持稳定增长，非运营商市场持续加快。由端点安全产品、数字信任与身份安全产品、云网边安全产品构成的安全产品体系同比增长 4.89%，安全服务业务同比增长 113.74%；安全产品和服务合计增长 8.20%。单季度来看，Q1 产品和服务收入下降 1.3%，Q2 增长 16.91%，恢复明显。云网虚拟化业务上半年客户的需求有所下滑，导致公司整体收入下降。细分产品来看，终端安全、云安全、高级威胁治理等核心标品收入合计同比增长 20%，态势感知平台产品收入同比增长 34%，数据安全平台产品收入同比增长 38%。23H1 公司非运营商行业收入同比增长 16.45%，占比由 54.97% 提升至 67.38%；政府行业收入同比增长 109.85%，制造业等企业类客户收入同比增长 53.03%。

持续看好终端安全赛道表现。23H1 公司以端点安全产品为主的标准化产品收入同比增长 30.52%，占总营业收入的比例由 2022 年上半年的 45.28% 提升至 2023 年上半年的 62.22%。终端安全在云化、智能化、XDR 化的进展中诞生了像 CrowdStrike 这类公司，进一步引领安全运维发展趋势。公司在终端领域也表现积极：第一、推出新一代终端产品 TrustOne，融合了多种终端安全功能，可采用的轻量化部署方式，大幅提升交付效率。产品采用多模块一体化销售，客单价提升 3 倍以上，粘性极强。第二、发布天穹 SaaS 产品，部署在公有云上的 XDR SaaS 平台，2022 年首年发布即实现订阅合同额达千万，2023 年上半年订阅合同额同比增长 174.5%。第三、紧抓云主机安全市场快速发展机遇，云工作负载中，公司私有云排名第三、公有云排名第五。尤其当前安全运维是在向 XDR 发展，终端是必不可少一步，结合 AI 在安全领域的运维落地的确定性，该领域未来衍生发展空间巨大。

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。考虑到宏观经济压力和低毛利业务下降，预计 2023-2025 年营业收入由 21.82/27.43/34.13 亿元，下调为 20.70/25.92/32.08 亿元，增速分别为 20%/25%/24%，归母净利润为 1.51/2.48/3.55 亿元，对应当前 PE 为 50/31/22 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)	1,667	1,721	2,070	2,592	3,208
(+/-%)	30.8%	3.2%	20.3%	25.2%	23.8%
净利润(百万元)	179	99	151	248	355
(+/-%)	4.9%	-44.8%	53.6%	63.6%	43.5%
每股收益(元)	0.50	0.25	0.38	0.62	0.89
EBIT Margin	7.5%	-3.4%	1.7%	4.7%	6.9%
净资产收益率(ROE)	12.3%	3.7%	5.5%	8.5%	11.2%
市盈率(PE)	38.4	77.4	50.4	30.8	21.5
EV/EBITDA	55.6	-294.9	203.3	67.8	39.4
市净率(PB)	4.71	2.88	2.77	2.61	2.40

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

xiongли1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏垚

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

19.08 元

总市值/流通市值

7632/3615 百万元

52 周最高价/最低价

28.80/16.02 元

近 3 个月日均成交额

25.30 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

《亚信安全 (688225. SH) - 标品战略产品收入增长超 18%，端点安全有望迎量价齐升》——2023-05-03

《亚信安全(688225. SH)——2022 中报点评-02 收入增速超 35%，行业和产品战略调整收成效》——2022-08-28

《亚信安全 (688225. SH) - 标品策略发挥成效，非运营商行业加速拓展》——2022-05-03

公司发布 23H1 中报, 上半年公司实现收入 5.63 亿元 (-5.01%) ; 归母净利润 -1.71 亿元, 亏损同比扩大 0.44%; 扣非净利润 -1.92 亿元, 亏损同比收窄 2.40%。单 Q2 来看, 公司实现收入 3.27 亿元 (+6.12%) ; 归母净利润 -0.76 亿元, 亏损同比收窄 17.21%; 扣非净利润 -0.79 亿元, 亏损同比收窄 22.98%。

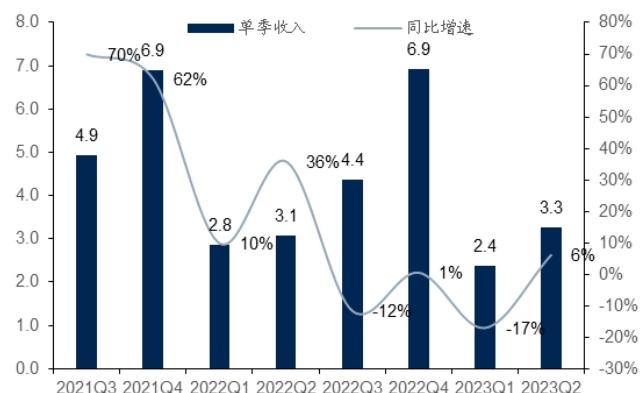
毛利率同比提升, 费用控制较好。公司 23H1 毛利率达到 55.81%, 同比提升 6.55 个百分点, 主要是公司高毛利的标准化产品收入快速增长、占比持续提升, 且安全服务毛利率也有所提升。公司控费增效举措取得阶段性成果, 三费同比增速为 9.43%, 大幅下降; 其中销售、管理、研发费用同比增长 -0.80%、7.69%、24.43%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



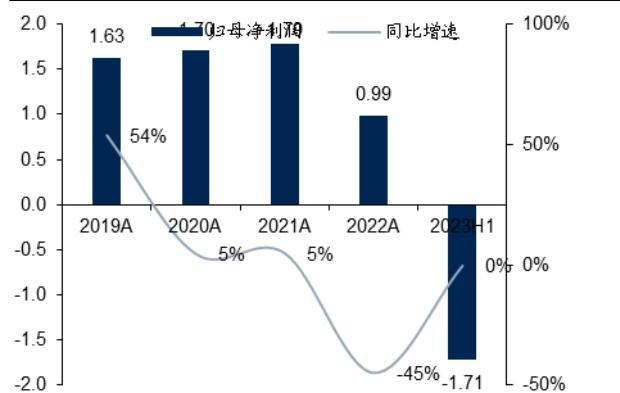
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



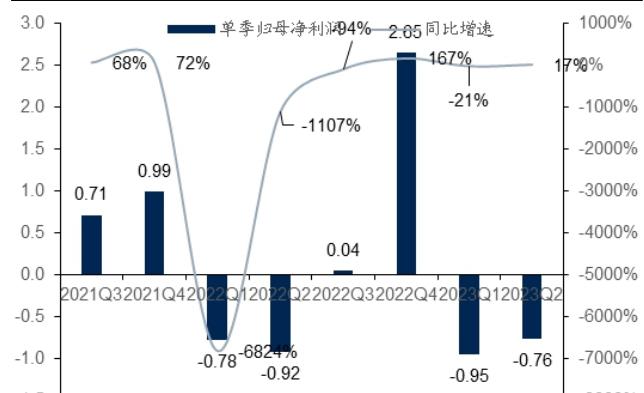
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 考虑到宏观经济压力和低毛利业务下降, 预计 2023-2025 年营业收入由 21.82/27.43/34.13 亿元, 下调为 20.70/25.92/32.08 亿元, 增速分别为 20%/25%/24%, 归母净利润为 1.51/2.48/3.55 亿元, 对应当前 PE 为 50/31/22 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	1261	1997	2000	2000	2042	营业收入	1667	1721	2070	2592	3208
应收款项	317	513	617	773	956	营业成本	778	813	941	1139	1372
存货净额	263	314	368	445	537	营业税金及附加	10	13	16	20	24
其他流动资产	244	416	500	626	775	销售费用	375	482	538	648	802
流动资产合计	2085	3240	3485	3844	4311	管理费用	147	150	168	197	243
固定资产	41	43	32	20	8	研发费用	232	322	373	467	545
无形资产及其他	35	52	51	50	49	财务费用	5	(4)	(18)	(18)	(18)
投资性房地产	329	346	346	346	346	投资收益	18	31	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	78	69	(30)	(30)	(30)
资产总计	2490	3682	3914	4261	4713	其他收入	(236)	(271)	(258)	(339)	(405)
短期借款及交易性金融负债	27	27	51	53	30	营业利润	212	96	158	258	370
应付款项	162	245	287	347	419	营业外净收支	0	(0)	0	0	0
其他流动负债	681	645	747	900	1097	利润总额	212	96	158	258	370
流动负债合计	871	917	1085	1300	1546	所得税费用	31	(2)	8	13	19
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	(1)	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	158	118	77	36	(5)	归属于母公司净利润	179	99	151	248	355
长期负债合计	158	118	77	36	(5)	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1029	1034	1161	1336	1541	净利润	179	99	151	248	355
少数股东权益	3	1	1	(0)	(2)	资产减值准备	20	(17)	(6)	(6)	(6)
股东权益	1458	2646	2752	2925	3174	折旧摊销	18	30	9	10	11
负债和股东权益总计	2490	3682	3914	4261	4713	公允价值变动损失	(78)	(69)	30	30	30
						财务费用	5	(4)	(18)	(18)	(18)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(178)	(448)	(144)	(193)	(202)
每股收益	0.50	0.25	0.38	0.62	0.89	其它	(17)	16	5	5	5
每股红利	0.00	0.14	0.11	0.19	0.27	经营活动现金流	(57)	(389)	45	94	193
每股净资产	4.05	6.61	6.88	7.31	7.94	资本开支	0	(68)	(21)	(21)	(21)
ROIC	7.95%	-1.91%	2%	5%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12.25%	3.72%	6%	8%	11%	投资活动现金流	0	(68)	(21)	(21)	(21)
毛利率	53%	53%	55%	56%	57%	权益性融资	(0)	1150	0	0	0
EBIT Margin	7%	-3%	2%	5%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	-2%	2%	5%	7%	支付股利、利息	0	(56)	(45)	(74)	(107)
收入增长	31%	3%	20%	25%	24%	其它融资现金流	91	155	24	2	(23)
净利润增长率	5%	-45%	54%	64%	44%	融资活动现金流	91	1193	(21)	(73)	(129)
资产负债率	41%	28%	30%	31%	33%	现金净变动	34	736	3	0	42
股息率	0.0%	0.7%	0.6%	1.0%	1.4%	货币资金的期初余额	1227	1261	1997	2000	2000
P/E	38.4	77.4	50.4	30.8	21.5	货币资金的期末余额	1261	1997	2000	2000	2042
P/B	4.7	2.9	2.8	2.6	2.4	企业自由现金流	0	(547)	(124)	(88)	(1)
EV/EBITDA	55.6	(294.9)	203.3	67.8	39.4	权益自由现金流	0	(392)	(83)	(69)	(6)

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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提供。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