

亚信安全 (688225. SH)

并购安全狗，云安全强强联合

买入

核心观点

单三季度收入略有下滑。公司发布23Q3季报，公司前三季度收入9.92亿元(-3.59%)，归母净利润-2.11亿元(-26.88%)，扣非归母净利润-2.43亿元(-17.96%)。单Q3来看，公司收入4.29亿元(-1.65%)，归母净利润-0.40亿元(+83.09%)，扣非归母净利润-0.51亿元，均同比下滑。整体经济恢复仍在持续恢复中，网安行业普遍三季度承压。

公司继续加大研发投入。公司整体前三季度毛利率达到52%，同比提升2.75个百分点；单Q3毛利率有所下降。公司收现和经营活动现金净利率均有下滑。公司持续加大研发投入，前三季度销售、管理、研发费用同比增长-3.04%、7.24%、28.75%。

收购安全狗，云安全强强联合。公司发布收购资产公告，公司以自有资金3.03亿元收购服云信息（安全狗）75.96%的股权，服云信息将成为公司的控股子公司。公司20-22年收入为0.73\0.96\1.01亿元，净利润1216\380\178万元，保持盈利；近三年收入复合增速也达到17.62%。2023H1实现收入0.23亿元。安全狗成立于2013年，是国内较早引入云工作负载安全(CWPP)概念，并构建产品线的厂商。公司与安全狗的联合，除了云主机安全功能点互补之外，容器安全、微隔离，也进一步丰富公司云安全产品线。双方的销售体系协同性亦较强，客户重叠度低，可通过交叉销售提升客单价，并购后将进一步扩大公司拟在云安全领域的市场份额。

持续看好云主机安全赛道。公司标品化、行业化战略持续推进，尤其是终端安全领域，在云主机赛道上成长较快，且具备较高的盈利能力及市场空间。云化是IT基础设施持续趋势，云主机安全具备标品化，技术壁垒较高（因为会影响工作负载本身性能）等特点，主要玩家并不多。IDC预测，云安全赛道未来三年将保持30%以上的市场复合增长率，是网络安全行业高增长的细分赛道之一。从全球市场来看，趋势科技、CrowdStrike、sentinelone在云主机安全领域均保持较高增速；而国内私有云占比更高背景下，市场也是可以参考国外巨头。公司与安全狗的联合将进一步巩固该领域的竞争壁垒。

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20.70/25.92/32.08亿元，下调为18.90/23.63/29.19亿元，增速分别为10%/25%/24%，归母净利润为1.02/1.88/2.88亿元，对应当前PE为67/36/24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	1,890	2,363	2,919
(+/-%)	30.8%	3.2%	9.8%	25.0%	23.6%
净利润(百万元)	179	99	102	188	288
(+/-%)	4.9%	-44.8%	3.5%	83.8%	53.5%
每股收益(元)	0.50	0.25	0.26	0.47	0.72
EBIT Margin	7.5%	-3.4%	-0.6%	2.9%	5.6%
净资产收益率(ROE)	12.3%	3.7%	3.8%	6.6%	9.4%
市盈率(PE)	34.1	68.8	66.5	36.2	23.6
EV/EBITDA	50.2	-265.9	-2348.3	103.2	47.2
市净率(PB)	4.18	2.56	2.50	2.38	2.22

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

xionglli1@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

16.95元

总市值/流通市值

6780/3211百万元

52周最高价/最低价

28.80/15.99元

近3个月日均成交额

22.92百万元

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)-标的收入仍保持30%以上增速，看好终端安全市场》——2023-09-01

《亚信安全(688225.SH)-标的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-Q2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)-标的策略发挥成效，非运营商行业加速拓展》——2022-05-03

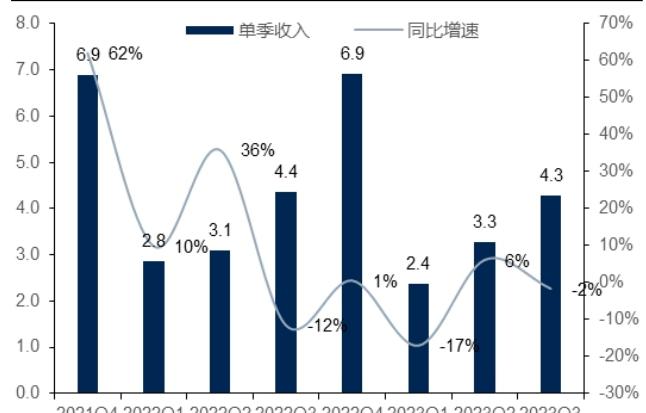
单三季度略有下滑。公司发布 23Q3 季报，公司前三季度收入 9.92 亿元 (-3.59%)，归母净利润 -2.11 亿元 (-26.88%)，扣非归母净利润 -2.43 亿元 (-17.96%)。单 Q3 来看，公司收入 4.29 亿元 (-1.65%)，归母净利润 -0.40 亿元 (+83.09%)，扣非归母净利润 -0.51 亿元，均同比下滑。整体经济恢复仍在持续恢复中，网安行业普遍三季度承压。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



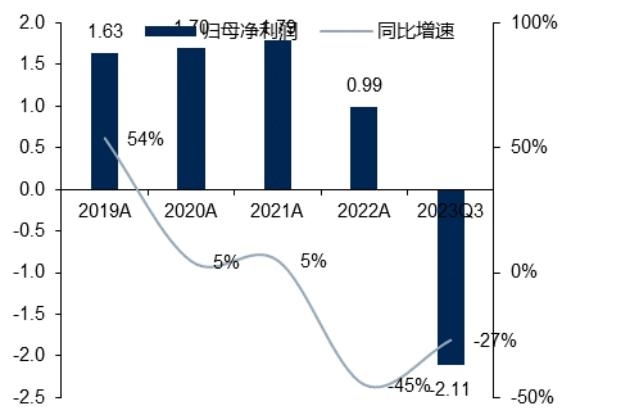
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



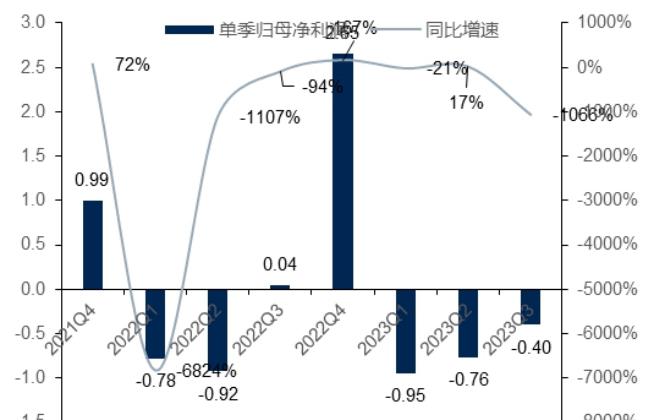
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 20.70/25.92/32.08 亿元，下调为 18.90/23.63/29.19 亿元，增速分别为 10%/25%/24%，归母净利润为 1.02/1.88/2.88 亿元，对应当前 PE 为 67/36/24 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	2000	营业收入	1667	1721	1890	2363	2919
应收款项	317	513	563	704	870	营业成本	778	813	875	1046	1258
存货净额	263	314	341	409	492	营业税金及附加	10	13	14	18	22
其他流动资产	244	416	457	571	705	销售费用	375	482	501	614	730
流动资产合计	2085	3240	3362	3684	4067	管理费用	147	150	153	179	221
固定资产	41	43	39	34	28	研发费用	232	322	359	437	526
无形资产及其他	35	52	51	50	49	财务费用	5	(4)	(18)	(17)	(17)
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	(20)	(20)	(20)
资产总计	2490	3682	3798	4114	4491	其他收入	(236)	(271)	(259)	(327)	(406)
短期借款及交易性金融负债	27	27	43	76	61	营业利润	212	96	106	195	300
应付款项	162	245	266	319	384	营业外净收支	0	(0)	0	0	0
其他流动负债	681	645	693	834	1002	利润总额	212	96	106	195	300
流动负债合计	871	917	1003	1229	1447	所得税费用	31	(2)	5	10	15
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	(1)	(1)	(2)	(3)
其他长期负债	158	118	77	36	(5)	归属于母公司净利润	179	99	102	188	288
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	1079	1265	1442	净利润	179	99	102	188	288
少数股东权益	3	1	1	0	(1)	资产减值准备	20	(17)	(3)	(3)	(3)
股东权益	1458	2646	2717	2849	3050	折旧摊销	18	30	9	10	11
负债和股东权益总计	2490	3682	3798	4114	4491	公允价值变动损失	(78)	(69)	20	20	20
						财务费用	5	(4)	(18)	(17)	(17)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(178)	(448)	(93)	(172)	(194)
每股收益	0.50	0.25	0.26	0.47	0.72	其它	(17)	16	2	3	2
每股红利	0.00	0.14	0.08	0.14	0.22	经营活动现金流	(57)	(389)	38	44	123
每股净资产	4.05	6.61	6.79	7.12	7.63	资本开支	0	(68)	(21)	(21)	(21)
ROIC	7.95%	-1.91%	0%	3%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12.25%	3.72%	4%	7%	9%	投资活动现金流	0	(68)	(21)	(21)	(21)
毛利率	53%	53%	54%	56%	57%	权益性融资	(0)	1150	0	0	0
EBIT Margin	7%	-3%	-1%	3%	6%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	-2%	-0%	3%	6%	支付股利、利息	0	(56)	(31)	(56)	(86)
收入增长	31%	3%	10%	25%	24%	其它融资现金流	91	155	17	33	(16)
净利润增长率	5%	-45%	4%	84%	54%	融资活动现金流	91	1193	(14)	(23)	(102)
资产负债率	41%	28%	28%	31%	32%	现金净变动	34	736	3	0	0
股息率	0.0%	0.8%	0.5%	0.8%	1.3%	货币资金的期初余额	1227	1261	1997	2000	2000
P/E	34.1	68.8	66.5	36.2	23.6	货币资金的期末余额	1261	1997	2000	2000	2000
P/B	4.2	2.6	2.5	2.4	2.2	企业自由现金流	0	(547)	(116)	(119)	(50)
EV/EBITDA	50.2	(265.9)	(2348.3)	103.2	47.2	权益自由现金流	0	(392)	(82)	(69)	(49)

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。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