

亚信安全 (688225.SH)

一季度有所回暖，股票激励彰显公司信心

买入

核心观点

23年整体承压较大，24Q1收入有所回暖。公司发布2023年报，全年实现营业收入16.08亿元(-6.56%)，归母净利润-2.91亿元(-395.56%)，扣非归母净利润-3.25亿元，下滑较大。单Q4来看，公司收入6.16亿元(-10.97%)，归母净利润-0.80亿元(-130.13%)，扣非归母净利润-0.81亿元(-138.16%)。公司同时发布24年一季报，24Q1公司收入2.88亿元(+22.05%)，归母净利润-1.46亿元(-53.75%)，扣非归母净利润-1.51亿元(-33.63%)。

标品化战略仍在进步，非运营商行业占比持续提升。分产品看，安全产品收入14.33亿元(-1.96%)，安全服务收入0.89亿元(+20.46%)，云网虚拟化软件0.86亿元(-53.67%)。其中，以 endpoint 安全产品为主的标准化产品收入同比增长2.87%，占总营收比提升至46.82%，2020-2023年复合增速23.7%，云安全、终端安全、APT等仍是公司最强的增长引擎；解决方案类收入占比为42.31%，与22年持平。行业层面，非运营商行业收入同比增长6.13%，收入占比提升至57.55%。其中，政府行业客户收入同比增长176%，金融、政府、能源、企业四大行业收入占比同比提升6.8个百分点。

推进与亚信科技资产重组，业务协同和业绩增厚可期。公司在24年1月发布公告，计划以现金收购方式，购买亚信科技19.236%或20.316%的股份；同时，亚信安全拟通过表决权委托的方式取得田溯宁及其控制的相关公司合计持有的9.572%至9.605%的股份对应的表决权。如果本次交易成功完成，亚信安全将成为亚信科技的控股股东，并将亚信科技纳入合并报表。亚信科技主要深耕运营商领域，23年扣非归母净利润7.51亿元，双方协同可期。

公司高管以现价授予限制性股票，彰显公司价值信心。公司发布《2024年限制性股票激励计划(草案)》，拟授予216名员工限制性股票总量1220万股，约占当前总股本的3.05%。其中核心高管团队授予价格为14元/股，其他人员10元/股。公司给予了较高的业绩考核目标，以2023年营收为基数，24-26年收入复合增速分别为触发值15%、目标值20%。高管团队授予价格与当前股价几乎一致，且配合了严格的考核目标和锁定期。彰显高管团队对于未来发展和当前公司价值的信心。

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。由于经济复苏节奏影响，我们下修盈利。预计2024-2026年归母净利润为0.14/1.23/2.16亿元(原预测24-25年为1.88/2.88亿元)，对应当前PE为419/47/27倍。考虑到公司激励保持较高增速，同时推进亚信科技资产重组，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,721	1,608	1,931	2,353	2,793
(+/-%)	3.2%	-6.6%	20.1%	21.8%	18.7%
净利润(百万元)	99	-291	14	123	216
(+/-%)	-44.8%	-395.4%	-104.7%	798.7%	75.5%
每股收益(元)	0.25	-0.73	0.03	0.31	0.54
EBIT Margin	-3.4%	-21.2%	-5.2%	0.4%	3.7%
净资产收益率(ROE)	3.7%	-13.7%	0.6%	5.6%	9.1%
市盈率(PE)	58.2	-19.7	418.6	46.6	26.5
EV/EBITDA	-230.2	-23.6	-81.3	366.3	68.4
市净率(PB)	2.17	2.71	2.69	2.59	2.42

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: 库宏焱

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	14.33元
总市值/流通市值	5732/2738百万元
52周最高价/最低价	24.19/10.50元
近3个月日均成交额	14.08百万元

市场走势



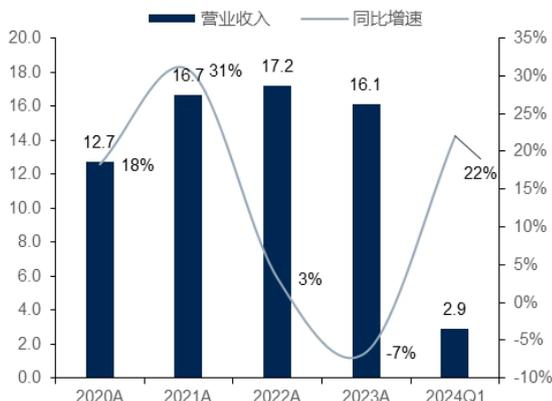
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《亚信安全(688225.SH)-并购安全狗,云安全强强联合》——2023-10-29
- 《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》——2023-09-01
- 《亚信安全(688225.SH)-标品战略产品收入增长超18%, endpoint 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

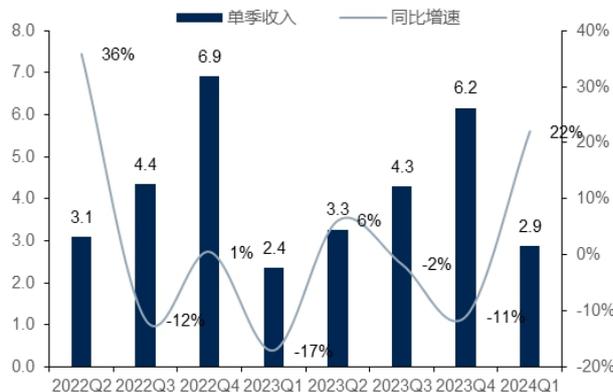
公司发布 2023 年报，全年实现营收 16.08 亿元（-6.56%），归母净利润-2.91 亿元（-395.56%），扣非归母净利润-3.25 亿元，下滑较大。单 Q4 来看，公司收入 6.16 亿元（-10.97%），归母净利润-0.80 亿元（-130.13%），扣非归母净利润-0.81 亿元（-138.16%）。公司同时发布 24 年一季报，24Q1 公司收入 2.88 亿元（+22.05%），归母净利润-1.46 亿元（-53.75%），扣非归母净利润-1.51 亿元（-33.63%）。

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、%）



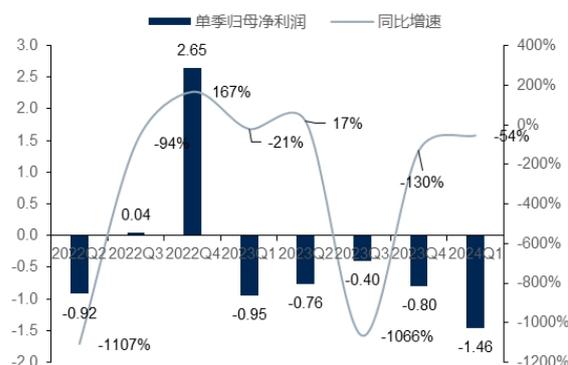
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

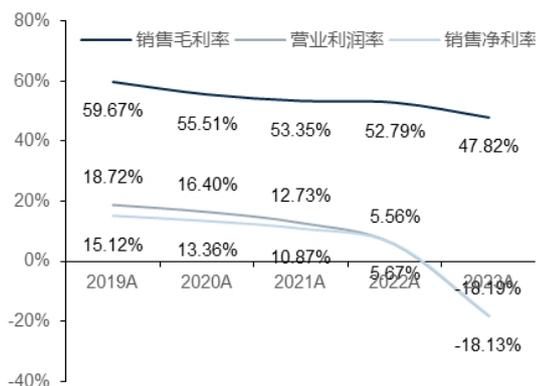
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

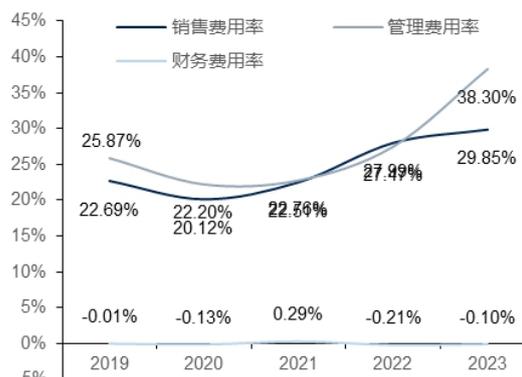
毛利率有所下降，收购安全狗带来人员规模增长。公司毛利率为 47.82%，较上年同期下降 4.97 个百分点，主要系解决方案类业务阶段性成本投入较高及云网虚拟化业务毛利下降所致。公司人员整体增长约 7%，主要是并购安全狗带来人员增长，因此费用整体仍在增长，但增速已经下降。2023 年公司销售、管理、研发费用率分别提升 1.86、1.78、9.04 个百分点；但 24Q1 费用增速已显著下降，均低于 Q1 收入增速。

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

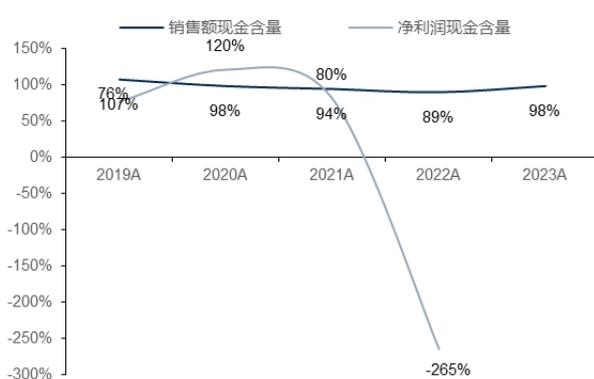
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包括研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 23 年收现整体有所好转, 但经营活动现金净流量为-3.79 亿元, 同比下降, 主要是购买商品、接受劳务支付的现金随成本增加而增加。同时, 由于外部环境影响, 回款周期有所增加。公司近两年存货周转保持稳定。

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: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测: 由于经济复苏节奏影响, 各 IT 产业在 2023 年整体需求承压, 因此我们下修了原盈利预测。公司核心为三块业务: 安全产品、云网虚拟化基础软件、安全服务业务。

1) 安全产品: 公司以 endpoint 安全产品为主的标准化产品 2023 年收入同比增长 2.87%, 占总营收比提升至 46.82%, 2020-2023 年复合增速 23.7%, 是公司产品主要成长动力。结合 23 年公司收购安全狗后, 业务体量和竞争优势进一步提升。参考公司的激励目标, 以及近年来销售和人员体系建设逐步成熟, 产品收入有望逐步复苏。预期 24-26 年收入增速约 20%、22%、19%; 在标品占比持续提升下, 毛利率回升。

2) 云网虚拟化基础软件: 该业务主要是代理第三方产品, 对公司整体业务影响不大。随着经济和需求逐步复苏, 该业务预期将有所回暖。预期 24-26 年收入增速约 15%、5%、5%, 毛利率逐步恢复原来水平。

3) 安全服务: 公司目前已建设 130 多人的国家级专业服务团队, 参与了多次重大活动保障工作, 逐步被市场认可。安全服务有望保持较快增长, 预期 24-26 年收入增速约 30%、30%、25%, 毛利率逐步提升至行业水平。

表1: 公司业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
安全产品	14.62	14.33	17.16	20.98	24.95
yoy	-0.08%	-1.99%	19.78%	22.26%	18.92%
毛利率	59.35%	52.33%	55%	57%	58%
云网虚拟化基础软件	1.85	0.86	0.99	1.04	1.09
yoy	19.35%	-53.50%	15%	5%	5%
毛利率	16.11%	6.99%	10%	11%	12%
网络安全服务	0.74	0.89	1.15	1.50	1.88
yoy	54.17%	20.00%	30%	30%	25%
毛利率	15.39%	14.62%	20.00%	25.00%	25.00%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来 3 年营收 19.31/23.53/27.93 亿元, 同比增长 20.1%、21.8%、18.7%。归母净利润 0.14/1.23/2.16 亿元, 每股收益分别为 0.03/0.31/0.54 元。

表2: 公司未来 3 年盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1721	1608	1931	2353	2793
营业成本	813	839	954	1108	1285
销售费用	482	480	492	588	670
管理费用	150	169	153	179	207
研发费用	322	447	415	447	503
财务费用	(4)	(2)	(3)	5	8
营业利润	96	(293)	14	126	221
利润总额	96	(294)	14	126	221
归属于母公司净利润	99	(291)	14	123	216
EPS	0.25	-0.73	0.03	0.31	0.54
ROE	3.7%	-13.7%	0.6%	5.6%	9.1%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议: 维持“买入”评级。由于经济复苏节奏影响, 我们下修盈利。预计 2024-2026 年归母净利润为 0.14/1.23/2.16 亿元(原预测 24-25 年为 1.88/2.88 亿元), 对应当前 PE 为 419/47/27 倍。考虑到公司激励保持较高增速, 同时推进亚信科技资产重组, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1997	1059	1200	1200	1200	营业收入	1721	1608	1931	2353	2793
应收款项	513	894	1073	1307	1552	营业成本	813	839	954	1108	1285
存货净额	314	359	412	479	556	营业税金及附加	13	14	17	20	24
其他流动资产	416	231	277	338	401	销售费用	482	480	492	588	670
流动资产合计	3240	2642	3063	3425	3809	管理费用	150	169	153	179	207
固定资产	43	44	44	43	36	研发费用	322	447	415	447	503
无形资产及其他	52	70	69	67	65	财务费用	(4)	(2)	(3)	5	8
投资性房地产	346	644	644	644	644	投资收益	31	21	21	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	69	20	(15)	(15)	(20)
资产总计	3682	3401	3819	4178	4555	其他收入	(271)	(441)	(310)	(332)	(378)
短期借款及交易性金融负债	27	73	382	490	536	营业利润	96	(293)	14	126	221
应付款项	245	319	366	426	494	营业外净收支	(0)	(2)	0	0	0
其他流动负债	645	599	661	775	894	利润总额	96	(294)	14	126	221
流动负债合计	917	991	1409	1690	1925	所得税费用	(2)	(3)	0	3	4
长期借款及应付债券	0	172	172	172	172	少数股东损益	(1)	(0)	0	0	0
其他长期负债	118	108	99	90	81	归属于母公司净利润	99	(291)	14	123	216
长期负债合计	118	280	271	262	253	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1034	1271	1680	1952	2177	净利润	99	(291)	14	123	216
少数股东权益	1	12	12	12	12	资产减值准备	(17)	(3)	(1)	(2)	(3)
股东权益	2646	2118	2128	2214	2365	折旧摊销	30	44	9	10	12
负债和股东权益总计	3682	3401	3819	4178	4555	公允价值变动损失	(69)	(20)	15	15	20
关键财务与估值指标						财务费用	(4)	(2)	(3)	5	8
每股收益	0.25	(0.73)	0.03	0.31	0.54	营运资本变动	(448)	(522)	(181)	(199)	(209)
每股红利	0.14	0.02	0.01	0.09	0.16	其它	16	3	1	2	3
每股净资产	6.61	5.29	5.32	5.53	5.91	经营活动现金流	(389)	(790)	(143)	(50)	39
ROIC	-1.91%	-12.40%	-4%	0%	3%	资本开支	0	(33)	(21)	(21)	(21)
ROE	3.72%	-13.74%	1%	6%	9%	其它投资现金流	0	(100)	0	0	0
毛利率	53%	48%	51%	53%	54%	投资活动现金流	0	(133)	(21)	(21)	(21)
EBIT Margin	-3%	-21%	-5%	0%	4%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	-2%	-18%	-5%	1%	4%	负债净变化	0	172	0	0	0
收入增长	3%	-7%	20%	22%	19%	支付股利、利息	(56)	(10)	(4)	(37)	(65)
净利润增长率	-45%	-395%	-105%	799%	76%	其它融资现金流	1237	(340)	309	108	47
资产负债率	28%	38%	44%	47%	48%	融资活动现金流	1125	(16)	305	71	(18)
股息率	1.0%	0.2%	0.1%	0.6%	1.1%	现金净变动	736	(938)	141	0	0
P/E	58.2	(19.7)	418.6	46.6	26.5	货币资金的期初余额	1261	1997	1059	1200	1200
P/B	2.2	2.7	2.7	2.6	2.4	货币资金的期末余额	1997	1059	1200	1200	1200
EV/EBITDA	(230.2)	(23.6)	(81.3)	366.3	68.4	企业自由现金流	0	(849)	(293)	(199)	(116)
						权益自由现金流	0	(1017)	19	(96)	(78)

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