

2024年05月07日

亚信安全 (688225.SH)

公司快报

股权激励坚定长期信心，外延并购有望强化内核+增厚业绩

计算机 | 通用计算机设备III

 投资评级 **增持-B(首次)**

 股价(2024-05-06) **14.50 元**

交易数据

 总市值(百万元) **5,800.15**

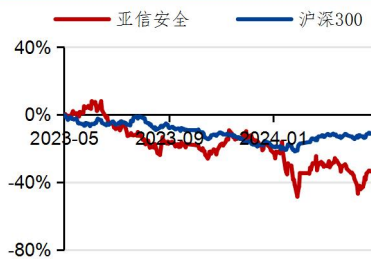
 流通市值(百万元) **2,770.13**

 总股本(百万股) **400.01**

 流通股本(百万股) **191.04**

 12个月价格区间 **23.36/12.15**

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.6	9.28	-23.43
绝对收益	-3.07	19.74	-32.36

分析师

李宏涛

SAC 执业证书编号: S0910523030003

lihongtao1@huajinsec.cn

相关报告

投资要点

事件: 2024年4月27日,亚信安全发布2023年度报告和2024年一季度报告,2023年公司实现营业收入16.08亿元,同比减少6.56%,实现归母净利润-2.91亿元,同比减少395.56%;2024Q1,公司实现营收2.88亿元,同比增长22.05%,实现归母净利润-1.46亿元。

◆ **竞争加剧致毛利率波动,标准化产品收入3年cagr达23.7%。**报告期内,受外部环境不确定性、行业下游客户需求趋缓等因素的影响,2023年亚信安全实现营业收入16.08亿元,同比减少6.56%,综合毛利率为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;2023年公司实现归母净利润-2.91亿元,同比减少395.56%,主要系营业收入与毛利率同比小幅下降、研发费用增长较快、对外投资产生的公允价值变动收益同比降低所致。从产品分类来看,2023年公司的网络安全产品收入同比下降1.96%,网络安全服务业务收入同比增长20.46%,网络安全产品与网络安全服务基本保持平稳;云网虚拟化软件业务收入同比下降53.67%,因客户需求趋缓对公司营业收入表现产生一定影响。从业务形态分类来看,标准化产品、安全服务保持较快增长,2020年-2023年标准化产品收入复合增长率为23.7%,是公司营收增长、综合毛利率稳定的贡献主力,解决方案类收入阶段性放缓下降,公司产品业务结构进一步优化。

◆ **网络安全领域持续领先,多领域技术实现自主知识产权。**公司是中国网络安全软件领域的领跑者,在安全牛2023年发布的《第十版网络安全行业全景图》中公司入选其中的12大安全领域、60个细分领域,公司在安全牛第十版《中国网络安全企业100强》中,信创能力排名第二。报告期内,公司持续加大研发投入,重点推进“数据驱动,AI原生”战略,2023年公司研发费用为4.47亿元,同比增长38.54%,占营业收入27.78%。公司持续保持在云安全、身份安全、终端安全、安全管理、高级威胁治理、数据安全及工控安全等重要核心技术领域的投入,推动大模型在网络安全领域的技术创新和升级,在现代勒索攻击治理、XDR SaaS、大模型应用与安全管控、零信任、安全办公环境、安全数据中心等领域取得了自主知识产权的技术成果。

◆ **拟现金收购亚信科技股权,业务协同+业绩增厚可期。**根据公司2024年1月17日发布的公告称,公司拟通过全资子公司亚信津安、亚信成都与科海投资及后续引入的其他投资人(如有)共同出资设立境内SPV,并由境内SPV出资设立境外全资子公司作为收购主体以支付现金的方式购买交易对方持有的亚信科技19.236%或20.316%的股份,交易总对价为17.02亿港元或17.96亿港元。交易完成后,双方有望在电信运营商等多个关键信息基础设施行业实现协同发展,并在商机共享、交



又销售等方面开展合作，对上市公司业务拓展、提升持续经营能力具有积极作用。同时，本次交易完成后，亚信安全将成为亚信科技的控股股东，标的公司将纳入上市公司合并财务报表范围，2023年亚信科技实现扣非归母净利润7.51亿元，并购完成后有望增厚亚信安全业绩。

◆ **AI有望释放云安全市场需求，股权激励坚定长期增长信心。**从安全防御视角来看，AI大模型带来的安全产品形态的改变，产品能力与响应效率的提升将带来竞争格局的改善，同时，数据安全继续保持高热度，数据共享流通的安全成为焦点。随着AI和机器学习技术在云安全领域的应用更加深入，为了实现更高效的威胁检测与响应机制，云安全技术将向自动化方向演进，全面的云安全防护方案将成为主流。因此，云安全仍将是未来企业安全与风险管理支出中增长最快的领域之一，公司有望直接受益。4月27日，公司发布《2024年限制性股票激励计划（草案）》，拟向216名激励对象授予限制性股票总量1220万股，约占公告日总股本的3.05%，同时，公司制定了业绩考核目标作为归属条件之一，激励计划以2023年营收为基数24-26年3个会计年度营收的复合增速分别为目标值20%、触发值15%，彰显公司长期发展信心。

◆ **投资建议：**公司是中国网络安全软件领域的领跑者，作为“懂网、懂云”的安全公司，致力于护航产业互联网，成为在5G云网时代，守护云、网、边、端的安全智能平台企业。我们预测公司2024-2026年收入19.50/23.46/27.99亿元，同比增长21.3%/20.3%/19.3%，归母净利润分别为0.26/1.02/1.84亿元，同比增长108.8%/297.7%/80.6%，对应EPS为0.06/0.25/0.46元，PE为226.7/57.0/31.6，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**新产品研发不及预期；业务拓展不及预期；市场竞争加剧等；业务并购不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,721	1,608	1,950	2,346	2,799
YoY(%)	3.2	-6.6	21.3	20.3	19.3
归母净利润(百万元)	99	-291	26	102	184
YoY(%)	-44.8	-395.4	108.8	297.7	80.6
毛利率(%)	52.8	47.8	50.7	50.6	50.6
EPS(摊薄/元)	0.25	-0.73	0.06	0.25	0.46
ROE(%)	3.7	-13.7	1.2	4.6	7.6
P/E(倍)	58.9	-19.9	226.7	57.0	31.6
P/B(倍)	2.2	2.7	2.7	2.6	2.4
净利率(%)	5.7	-18.1	1.3	4.3	6.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测公司 2024-2026 年收入 19.50/23.46/27.99 亿元，毛利率 50.7%/50.6%/50.6%。在网络安全产品领域，随着新一代 5G-A 通信技术的持续渗透及 AI 大模型等新型市场应用的推出，数字信任及身份安全产品、端点安全产品、云网边安全产品等市场需求有望回暖，公司预计保持稳健增长，预计 2024-2026 年实现收入 17.27/20.59/24.31 亿元，毛利率 55.5%/55.8%/56.2%；网络安全服务领域，随着数据经济发展，数据要素、AI 大模型等市场逐步发展等，为了实现更高效的威胁检测与响应机制，政府、运营商、金融等领域的网络安全需求逐步增加，公司有望受益，预计 2024-2026 年实现收入 1.24/1.71/2.31 亿元，毛利率 14.8%/14.9%/15.0%；云网虚拟化基础软件，随着 5G 建设进入下半周期，运营商及行业客户对云网基础设施和云化管理运维需求有望逐步释放，公司相关业务或将受益，预计 2024-2026 年实现收入 0.99/1.16/1.37 亿元，毛利率 12.0%/11.5%/11.5%。

表 1：分产品预测表

分产品预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
网络安全产品					
收入/亿元	14.62	14.33	17.27	20.59	24.31
YOY (%)	/	-2.0%	20.5%	19.2%	18.1%
毛利率 (%)	59.3%	52.3%	55.5%	55.8%	56.2%
网络安全服务					
收入/亿元	0.74	0.89	1.24	1.71	2.31
YOY (%)	/	20.5%	39.0%	38.0%	35.2%
毛利率 (%)	15.4%	14.6%	14.8%	14.9%	15.0%
云网虚拟化基础软件					
收入/亿元	1.85	0.86	0.99	1.16	1.37
YOY (%)	/	-53.7%	15.9%	16.8%	18.1%
毛利率 (%)	16.1%	7.0%	12.0%	11.5%	11.5%
合计					
收入/亿元	17.21	16.08	19.50	23.46	27.99
YOY (%)	/	-6.6%	21.3%	20.3%	19.3%
毛利率 (%)	52.8%	47.8%	50.7%	50.6%	50.6%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司安恒信息（信息安全）、深信服（信息安全及云计算）、奇安信（网络安全）作为可比公司。随着 AI 应用、数据要素市场、5G-A 等新技术市场需求放量，公司相关产品有望迎来加速增长，同时，公司并购亚信科技股份后在网络安全、信息化服务等电信运营商业协同方面将进一步提升市场竞争力，长期增长潜能有望得到释放，预计将充分受益于下游需求景气度提升。

表 2: 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价/元	总市值/ 亿元	EPS/元			PE/倍		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688023.SH	安恒信息	57.82	45.65	0.50	1.51	2.35	114.56	38.38	24.55
300454.SZ	深信服	55.60	233.44	0.76	1.15	1.44	73.51	48.48	38.70
688561.SH	奇安信-U	31.10	213.09	0.38	0.62	0.93	82.76	50.18	33.51
	平均			0.55	1.09	1.57	90.28	45.68	32.26
688225.SH	亚信安全	14.50	58.00	0.06	0.25	0.46	226.7	57.0	31.6

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 5 月 6 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3240	2642	2771	2980	3302	营业收入	1721	1608	1950	2346	2799
现金	1997	1059	1127	1223	1363	营业成本	813	839	961	1158	1383
应收票据及应收账款	486	872	901	938	1061	营业税金及附加	13	14	15	17	22
预付账款	84	59	85	88	105	营业费用	482	480	478	528	573
存货	314	359	381	446	476	管理费用	150	169	172	206	238
其他流动资产	359	294	276	284	298	研发费用	322	447	400	446	512
非流动资产	441	759	749	736	719	财务费用	-4	-2	9	7	12
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-35	-79	-39	-35	-28
固定资产	43	44	43	42	40	公允价值变动收益	51	5	25	31	28
无形资产	52	70	59	47	35	投资净收益	31	21	24	23	24
其他非流动资产	346	644	647	647	645	营业利润	96	-293	27	103	185
资产总计	3682	3401	3520	3716	4022	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	917	991	1119	1265	1443	营业外支出	0	2	1	1	1
短期借款	0	29	29	29	29	利润总额	96	-294	26	102	184
应付票据及应付账款	245	319	327	451	478	所得税	-2	-3	-0	0	0
其他流动负债	671	644	763	786	936	税后利润	98	-292	26	102	184
非流动负债	118	280	245	210	175	少数股东损益	-1	-0	0	0	-0
长期借款	0	172	137	102	66	归属母公司净利润	99	-291	26	102	184
其他非流动负债	118	108	108	108	108	EBITDA	71	-260	34	112	195
负债合计	1034	1271	1364	1475	1618						
少数股东权益	1	12	12	12	12	主要财务比率					
股本	400	400	400	400	400	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1500	1541	1541	1541	1541	成长能力					
留存收益	747	447	471	560	729	营业收入(%)	3.2	-6.6	21.3	20.3	19.3
归属母公司股东权益	2646	2118	2144	2229	2392	营业利润(%)	-54.9	-405.7	109.2	281.1	79.4
负债和股东权益	3682	3401	3520	3716	4022	归属于母公司净利润(%)	-44.8	-395.4	108.8	297.7	80.6
						获利能力					
						毛利率(%)	52.8	47.8	50.7	50.6	50.6
						净利率(%)	5.7	-18.1	1.3	4.3	6.6
						ROE(%)	3.7	-13.7	1.2	4.6	7.6
						ROIC(%)	1.3	-12.6	-0.0	2.9	5.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.1	37.4	38.8	39.7	40.2
						流动比率	3.5	2.7	2.5	2.4	2.3
						速动比率	2.7	2.1	1.9	1.8	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	4.4	2.4	2.2	2.6	2.8
						应付账款周转率	4.0	3.0	3.0	3.0	3.0
						估值比率					
						P/E	58.9	-19.9	226.7	57.0	31.6
						P/B	2.2	2.7	2.7	2.6	2.4
						EV/EBITDA	55.5	-19.2	144.6	42.5	23.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn