

# 亚信安全 (688225.SH)

## 并购亚信科技交易完成，多领域协同可期

优于大市

### 核心观点

**三季度保持增长，产品和行业显示相对优势。**2024年前三季度，公司收入11.08亿元(+11.75%)，归母净利润-2.08亿元(+1.37%)，扣非归母净利润-2.14亿元(+11.99%)。单Q3来看，公司收入4.48亿元(+4.44%)，归母净利润-0.16亿元(+59.29%)，扣非归母净利润-0.17亿元(+67.16%)。在网安行业中，公司保持了相对较好的收入增速，主要系公司聚焦核心战略产品、做深做强重点行业与高价值客户的策略取得预期成果。

**各项经营指标均有改善。**公司近年来持续提升标准化产品收入占比，并促进改善解决方案类业务产品化、组件化水平，带来毛利率提升，第三季度毛利率同比提升5.1个百分点。公司较大回款考核，销售收现、净现金流均有明显提升，经营性现金流净额同比改善36.27%。控费效果逐季体现，1-9月期间费用总计同比增长2.32%，第三季度期间费用总计同比下降4.29%。

**完成亚信科技并购，有望大幅增厚公司业绩。**根据公司公告，重大资产重组标的资产过户完成。最终交易方案为，公司支付现金约13.85亿港币收购亚信科技20.316%的股份；公司通过表决权委托的方式取得田溯宁及其控制的主体在紧随本次股份收购交割后合计持有的亚信科技9.605%的表决权。本次交易后，公司间接控制亚信科技29.921%的表决权。亚信科技23年收入79.13亿元，净利润5.33亿元，扣非归母净利润7.51亿元。并购完成后，亚信安全收入在25年有望突破100亿的规模，归母净利润并表亚信科技约20%，也将大幅增厚公司业绩。

**双方在数智化领域有望深度协同。**亚信科技是数智化全栈能力提供商，拥有数智、云网、IT三大产品体系。重组完成后，双方将实现安全+数智化的深度融合，整合运营商、金融、政务、交通、能源等重点行业的优势资源，提供云网安的全栈能力方案。例如亚信科技在运营商软件占据优势，数据要素应用积累较多案例，双方在运营商领域将进一步拓展业务机会。卫星领域，双方均与上海垣信卫星有深度合作，有望复制运营商成功案例。

**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：**维持盈利预测，维持“买入”评级。在完成对亚信科技并购后，公司收入和利润均要增厚，当前先暂不考虑并表影响。预计2024-2026年营业收入为19.31/23.53/27.93亿元，增速分别为20%/22%/19%，归母净利润为0.14/1.23/2.16亿元，对应当前PE为606/67/38倍。公司24年仍保持积极增长态势，维持“优于大市”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)	84.2	-28.5	606.1	67.4	38.4
EV/EBITDA	-317.6	-32.3	-109.5	488.7	90.6
市净率(PB)	3.14	3.92	3.90	3.75	3.51

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

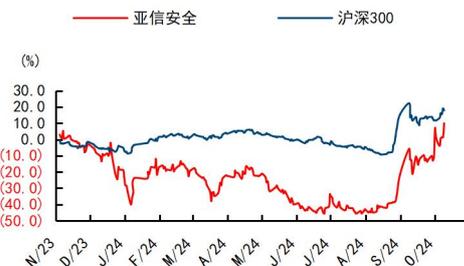
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.75元
总市值/流通市值	8300/3964百万元
52周最高价/最低价	23.34/10.10元
近3个月日均成交额	46.40百万元

#### 市场走势



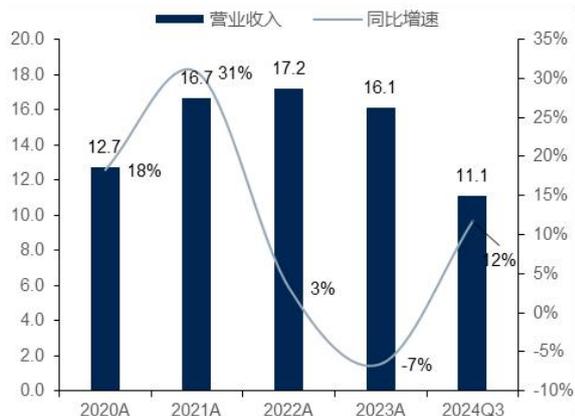
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《亚信安全(688225.SH)-24H1收入增长超17%，积极布局算力网络和卫星互联网》——2024-08-26
- 《亚信安全(688225.SH)-一季度有所回暖，股票激励彰显公司信心》——2024-04-29
- 《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%，端点安全有望迎量价齐升》——2023-05-03

2024 年前三季度，公司收入 11.08 亿元（+11.75%），归母净利润-2.08 亿元（+1.37%），扣非归母净利润-2.14 亿元（+11.99%）。单 Q3 来看，公司收入 4.48 亿元（+4.44%），归母净利润-0.16 亿元（+59.29%），扣非归母净利润-0.17 亿元（+67.16%）。在网安行业中，公司保持了相对较好的收入增速，主要系公司聚焦核心战略产品、做深做强重点行业与高价值客户的策略取得预期成果。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



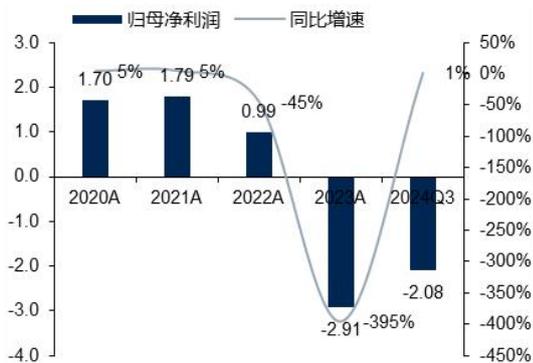
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：**在完成对亚信科技并购后，公司收入和利润均要增厚，当前暂不考虑并表影响。预计 2024-2026 年营业收入为 19.31/23.53/27.93 亿元，增速分别为 20%/22%/19%，归母净利润为 0.14/1.23/2.16 亿元，对应当前 PE 为 606/67/38 倍。公司 24 年仍保持积极增长态势，维持“优于大市”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
<b>流动资产合计</b>	<b>3240</b>	<b>2642</b>	<b>3063</b>	<b>3425</b>	<b>3809</b>	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)
<b>资产总计</b>	<b>3682</b>	<b>3401</b>	<b>3819</b>	<b>4178</b>	<b>4555</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>96</b>	<b>(294)</b>	<b>14</b>	<b>126</b>	<b>221</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>917</b>	<b>991</b>	<b>1409</b>	<b>1690</b>	<b>1925</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>99</b>	<b>(291)</b>	<b>14</b>	<b>123</b>	<b>216</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>118</b>	<b>280</b>	<b>271</b>	<b>262</b>	<b>253</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1034</b>	<b>1271</b>	<b>1680</b>	<b>1952</b>	<b>2177</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3682</b>	<b>3401</b>	<b>3819</b>	<b>4178</b>	<b>4555</b>	公允价值变动损失	(69)	(20)	15	15	20
<b>关键财务与估值指标</b>						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	<b>经营活动现金流</b>	<b>(389)</b>	<b>(790)</b>	<b>(143)</b>	<b>(50)</b>	<b>39</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(133)</b>	<b>(21)</b>	<b>(21)</b>	<b>(21)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1125</b>	<b>(16)</b>	<b>305</b>	<b>71</b>	<b>(18)</b>
股息率	0.7%	0.1%	0.0%	0.4%	0.8%	<b>现金净变动</b>	<b>736</b>	<b>(938)</b>	<b>141</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	84.2	(28.5)	606.1	67.4	38.4	货币资金的期初余额	1261	1997	1059	1200	1200
P/B	3.1	3.9	3.9	3.7	3.5	货币资金的期末余额	1997	1059	1200	1200	1200
EV/EBITDA	(317.6)	(32.3)	(109.5)	488.7	90.6	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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