

## 亚信安全 (688225.SH)

## 增持 (维持)

## 安全+数智一体两翼元年，AI 等新兴业务势头强劲

公司安全业务企稳向好，数智业务并表增厚利润，25 年为安全+数智一体两翼元年，看好双方在大模型+安全领域等多个新兴业务领域实现商业落地突破。

- **事件:** 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年全年实现营业收入 35.95 亿元，YoY+123.56%；实现归母净利润 0.10 亿元，YoY+103.29%；实现扣非归母净利润-0.16 亿元，YoY+95.00%；实现经营性净现金流 11.45 亿元，YoY+401.95%。24Q4 单季度实现营业收入 24.87 亿元，YoY+303.53%；实现归母净利润 2.18 亿元，YoY+372.93%；实现扣非归母净利润 1.98 亿元，YoY+343.15%。25Q1 单季度实现营业收入 12.90 亿元，YoY+347.54%；实现归母净利润-2.27 亿元，YoY-55.82%；实现扣非归母净利润-2.29 亿元，YoY-52.31%。
- **安全业务企稳向好，数智业务并表增厚利润。** 24 年公司网安业务企稳向好：全年实现营业收入 17.10 亿元(同比增长 6.37%)；毛利率由 2023 年的 47.82% 提升 13.53pct 至 2024 年的 61.35%，主要系自研标准化产品收入占比提升、优化供应链管理降低外采材料成本所致；销售费用、研发费用、管理费用三项费用合计同比增长仅 2.1%；经营活动现金流净额从 2023 年的-3.79 亿元提升至 2024 年的 4,630.35 万元，由负转正，主要得益于销售回款效率的提升及成本费用支出的有效管控；整体盈利能力加速修复，剔除公司收购带来的中介机构费用、财务费用以及股份支付费用的影响后，网络安全业务实现归母净利润-2,196.86 万元，大幅缩亏。数智业务方面，24 年末控股合并亚信科技后，其 2024 年 11 月 9 日-12 月 31 日期间为亚信安全贡献的收入为 18.85 亿元，“归母净利润”为 1 亿元，为公司实现整体净利润转正贡献较大。
- **安全+数智一体两翼元年，看好大模型、卫星互联网、算力等新兴领域取得显著突破。** 安全业务方面，公司发布《关于签订战略合作协议的公告》，全资子公司亚信成都与联通数科达成战略合作意向，双方将联合打造专业、现代的 SaaS 安全品牌“联信”，在技术创新方面联合研发、对标国际领先安全厂商，助力和夯实联通网络安全产业链链长地位，该战略合作对亚信安全业务#依托联通渠道实现拓客及 SaaS 化拓展均有重要意义。安全+数智业务结合方面，双方率先在大模型+安全领域实现协同创新突破：子公司亚信科技已沉淀一整套全面且高效的大模型交付能力体系，而亚信安全为大模型一体机及大模型业务提供全生命周期的安全防护。根据亚信科技 2025 年一季度经营情况披露，AI 大模型交付业务于 2025 年第一季度订单大幅增长。公司亦前瞻布局拓展数据安全、卫星互联网安全等新兴领域，积极参与“东数西算”国家数字基础设施建设；数智业务在 5G 专网与应用、数智运营等新兴业务领域成长势头强劲，看好安全+数智在更多新兴领域实现融合，带动新兴业务实现商业落地突破。
- **维持“增持”投资评级。** 公司业绩企稳改善，控股亚信科技进程持续推进，大模型+卫星互联网+算力算网安全布局持续落地，预计公司 25-27 年归母净利润为 1.52/2.10/2.63 亿元，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、需求不及预期、政策不及预期。

TMT 及中小盘/计算机

目标估值: NA

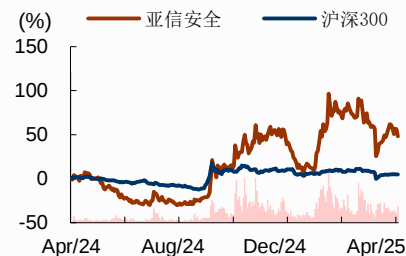
当前股价: 21.7 元

## 基础数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本 (百万股)    | 400           |
| 已上市流通股 (百万股) | 209           |
| 总市值 (十亿元)    | 8.7           |
| 流通市值 (十亿元)   | 4.5           |
| 每股净资产 (MRQ)  | 4.8           |
| ROE (TTM)    | -3.7          |
| 资产负债率        | 50.8%         |
| 主要股东         | 亚信信远(南京)企业管理有 |
| 主要股东持股比例     | 20.24%        |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -5 | 39 | 69  |
| 相对表现 | -1 | 43 | 63  |



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《亚信安全 (688225) —交易对价下调，收购亚信科技重大资产事项再迈进》2024-09-08
- 2、《亚信安全 (688225) —业绩企稳改善，进军卫星互联网+算力算网安全》2024-08-25
- 3、《亚信安全 (688225) —业务结构持续优化，24Q1 收入恢复较快增长》2024-04-30

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

鲍淑娴 研究助理

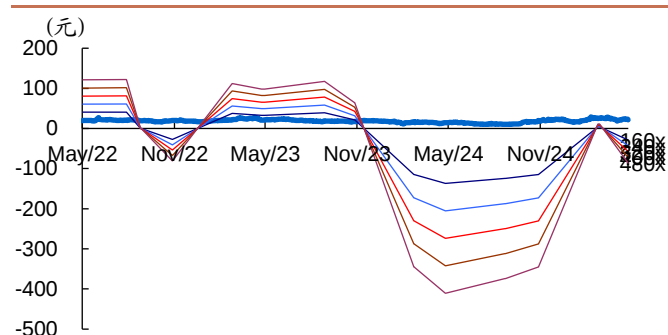
baoshuxian@cmschina.com.cn

### 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 1608  | 3595  | 8988  | 9707  | 10435 |
| 同比增长       | -7%   | 124%  | 150%  | 8%    | 7%    |
| 营业利润(百万元)  | (293) | 407   | 683   | 839   | 981   |
| 同比增长       | -406% | -239% | 68%   | 23%   | 17%   |
| 归母净利润(百万元) | (291) | 10    | 152   | 210   | 263   |
| 同比增长       | -395% | -103% | 1488% | 38%   | 25%   |
| 每股收益(元)    | -0.73 | 0.02  | 0.38  | 0.52  | 0.66  |
| PE         | -29.8 | 905.1 | 57.0  | 41.4  | 33.0  |
| PB         | 4.1   | 4.0   | 3.8   | 3.5   | 3.2   |

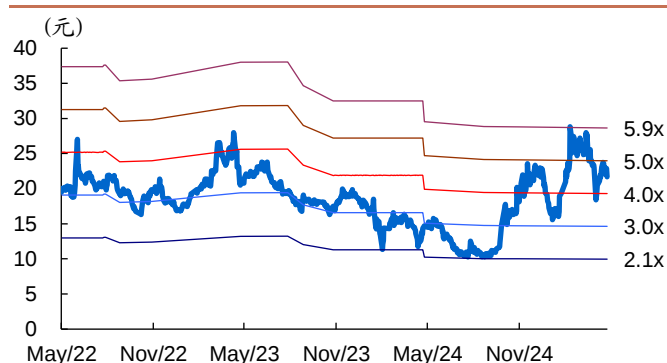
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：亚信安全历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：亚信安全历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 2642        | 10411        | 16060        | 17545        | 19066        |
| 现金             | 1059        | 2643         | 3711         | 4750         | 5887         |
| 交易性投资          | 100         | 445          | 445          | 445          | 445          |
| 应收票据           | 18          | 513          | 719          | 777          | 835          |
| 应收款项           | 854         | 2527         | 4044         | 3883         | 3652         |
| 其它应收款          | 22          | 126          | 315          | 340          | 365          |
| 存货             | 359         | 565          | 1811         | 1940         | 2069         |
| 其他             | 231         | 3593         | 5015         | 5412         | 5813         |
| <b>非流动资产</b>   | 759         | 2958         | 2565         | 2291         | 2092         |
| 长期股权投资         | 0           | 50           | 50           | 50           | 50           |
| 固定资产           | 44          | 617          | 369          | 224          | 140          |
| 无形资产商誉         | 339         | 1320         | 1188         | 1069         | 962          |
| 其他             | 376         | 971          | 958          | 948          | 939          |
| <b>资产总计</b>    | <b>3401</b> | <b>13370</b> | <b>18625</b> | <b>19837</b> | <b>21158</b> |
| <b>流动负债</b>    | 991         | 4839         | 9485         | 9993         | 10499        |
| 短期借款           | 29          | 136          | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 319         | 1443         | 4622         | 4951         | 5279         |
| 预收账款           | 266         | 561          | 1796         | 1924         | 2051         |
| 其他             | 377         | 2699         | 3067         | 3118         | 3168         |
| <b>长期负债</b>    | 280         | 1941         | 1941         | 1941         | 1941         |
| 长期借款           | 172         | 743          | 743          | 743          | 743          |
| 其他             | 108         | 1198         | 1198         | 1198         | 1198         |
| <b>负债合计</b>    | <b>1271</b> | <b>6780</b>  | <b>11426</b> | <b>11934</b> | <b>12440</b> |
| 股本             | 400         | 400          | 400          | 400          | 400          |
| 资本公积金          | 1271        | 1297         | 1297         | 1297         | 1297         |
| 留存收益           | 447         | 457          | 609          | 773          | 974          |
| 少数股东权益         | 12          | 4436         | 4893         | 5432         | 6047         |
| 归属于母公司所有者权益    | 2118        | 2154         | 2306         | 2471         | 2671         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>3401</b> | <b>13370</b> | <b>18625</b> | <b>19837</b> | <b>21158</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023         | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | (379)        | 1145        | 1262        | 1005        | 1112        |
| 净利润            | (292)        | 416         | 609         | 750         | 878         |
| 折旧摊销           | 53           | 85          | 410         | 288         | 212         |
| 财务费用           | 6            | 5           | 27          | 11          | 2           |
| 投资收益           | (21)         | (6)         | (100)       | (100)       | (100)       |
| 营运资金变动         | (106)        | 668         | 293         | 61          | 123         |
| 其它             | (20)         | (22)        | 23          | (3)         | (2)         |
| <b>投资活动现金流</b> | (431)        | (960)       | 90          | 90          | 90          |
| 资本支出           | (44)         | (37)        | (10)        | (10)        | (10)        |
| 其他投资           | (387)        | (923)       | 100         | 100         | 100         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (127)        | 1157        | (285)       | (56)        | (65)        |
| 借款变动           | 116          | 468         | (258)       | 0           | 0           |
| 普通股增加          | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | (230)        | 27          | 0           | 0           | 0           |
| 股利分配           | (10)         | 0           | 0           | (46)        | (63)        |
| 其他             | (4)          | 663         | (27)        | (11)        | (2)         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(938)</b> | <b>1343</b> | <b>1068</b> | <b>1039</b> | <b>1138</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023         | 2024      | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------------|--------------|-----------|------------|------------|------------|
| <b>营业总收入</b>     | 1608         | 3595      | 8988       | 9707       | 10435      |
| 营业成本             | 839          | 1740      | 5572       | 5970       | 6365       |
| 营业税金及附加          | 14           | 24        | 60         | 65         | 69         |
| 营业费用             | 480          | 604       | 1079       | 1116       | 1179       |
| 管理费用             | 169          | 300       | 539        | 582        | 626        |
| 研发费用             | 447          | 541       | 1079       | 1165       | 1252       |
| 财务费用             | (2)          | 23        | 27         | 11         | 2          |
| 资产减值损失           | (79)         | (56)      | (50)       | (60)       | (60)       |
| 公允价值变动收益         | 5            | 12        | 12         | 12         | 12         |
| 其他收益             | 99           | 82        | 82         | 82         | 82         |
| 投资收益             | 21           | 6         | 6          | 6          | 6          |
| <b>营业利润</b>      | (293)        | 407       | 683        | 839        | 981        |
| 营业外收入            | 0            | 3         | 3          | 3          | 3          |
| 营业外支出            | 2            | 9         | 9          | 9          | 9          |
| <b>利润总额</b>      | (294)        | 401       | 676        | 832        | 975        |
| 所得税              | (3)          | (16)      | 67         | 83         | 97         |
| 少数股东损益           | (0)          | 406       | 457        | 540        | 614        |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>(291)</b> | <b>10</b> | <b>152</b> | <b>210</b> | <b>263</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023   | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |        |       |       |       |       |
| 营业总收入          | -7%    | 124%  | 150%  | 8%    | 7%    |
| 营业利润           | -406%  | -239% | 68%   | 23%   | 17%   |
| 归母净利润          | -395%  | -103% | 1488% | 38%   | 25%   |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 毛利率            | 47.8%  | 51.6% | 38.0% | 38.5% | 39.0% |
| 净利率            | -18.1% | 0.3%  | 1.7%  | 2.2%  | 2.5%  |
| ROE            | -12.2% | 0.4%  | 6.8%  | 8.8%  | 10.2% |
| ROIC           | -11.6% | 9.0%  | 8.2%  | 9.2%  | 9.8%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 37.4%  | 50.7% | 61.3% | 60.2% | 58.8% |
| 净负债比率          | 7.2%   | 7.5%  | 4.0%  | 3.7%  | 3.5%  |
| 流动比率           | 2.7    | 2.2   | 1.7   | 1.8   | 1.8   |
| 速动比率           | 2.3    | 2.0   | 1.5   | 1.6   | 1.6   |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5    | 0.4   | 0.6   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 2.5    | 3.8   | 4.7   | 3.2   | 3.2   |
| 应收账款周转率        | 2.4    | 1.8   | 2.3   | 2.1   | 2.3   |
| 应付账款周转率        | 3.0    | 2.0   | 1.8   | 1.2   | 1.2   |
| <b>每股资料(元)</b> |        |       |       |       |       |
| EPS            | -0.73  | 0.02  | 0.38  | 0.52  | 0.66  |
| 每股经营净现金        | -0.95  | 2.86  | 3.15  | 2.51  | 2.78  |
| 每股净资产          | 5.29   | 5.39  | 5.77  | 6.18  | 6.68  |
| 每股股利           | 0.00   | 0.00  | 0.11  | 0.16  | 0.20  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |       |
| PE             | -29.8  | 905.1 | 57.0  | 41.4  | 33.0  |
| PB             | 4.1    | 4.0   | 3.8   | 3.5   | 3.2   |
| EV/EBITDA      | -76.1  | 46.7  | 19.0  | 18.7  | 17.8  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。