

亚信安全（688225.SH）

盈利能力回升明显，携手亚信科技持续开拓 AI 领域

优于大市

核心观点

安全业务稳步增长，亚信科技并表增厚业绩。由于公司 2024 年度合并了亚信科技 2024 年 11 月 9 日至 2024 年 12 月 31 日期间的财务数据，公司全年收入 35.95 亿元，归母净利润 959.06 万元，扣非归母净利润-1625.66 万元。不考虑并表，亚信安全 24 年收入 17.10 亿元（+6.37%），归母净利润-0.91 亿元；扣非归母净利润-1.16 亿元，亏损均大幅收窄。

毛利率大幅提升，盈利能力逐步恢复。公司安全业务毛利率为 61.35%，提升 13.53 个百分点，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。同时，公司提效降本成效明显，销售、研发、管理三项费用合计同比增长仅 2.1%。剔除公司因控股收购亚信科技确认的中介机构费用、财务费用以及股份支付费用的影响，公司网络安全业务实现归属于上市公司股东的净利润为-2,196.86 万元。公司现金流也大幅好转，经营活动现金流净额也由去年-3.79 亿回到+0.46 亿。

标品战略持续进步，安全服务大幅增长。公司标准化产品收入同比增长 7.4%，占网络安全业务营收的比例提升至 47.3%；解决方案类业务占网络安全业务营收的比例为 37.1%；安全服务增长 155.5%，占比超过 10%。行业层面，运营商增长 4.7%，非运营商增长 7.6%，其中能源、交通、企业类客户收入保持高速增长。

深度协同亚信科技，联手布局 AI 大模型实施和一体机业务。亚信科技首次披露了 Q1 经营情况，收入 10.68 亿元，净利润-3.58 亿元。一季度季节性明显，且公司人员结构优化产生的一次性补偿费用增加。亚信科技在 25Q1 加大了 AI 大模型交付业务拓展力度，在政务、光伏、电力等行业共同建设百余个项目，大模型交付业务在 25Q1 订单大幅增长。其中，亚信科技与阿里等大模型巨头合作紧密，且与阿里云联合推出“算力+平台+应用+服务”四位一体的大模型一体机解决方案。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，双方率先在大模型+安全领域实现协同创新突破。

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“优于大市”评级。维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收 96.13/103.94/110.36 亿元；归母净利润 2.24/3.35/4.05 亿元（原 25-26 年预测为 2.24/3.35 亿元）；当前股价对应 PE=38/25/21x。公司安全业务在 25 年盈利能力有望进一步恢复，且协同亚信科技在大模型实施和一体机等领域发展机会广阔，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,608	3,595	9,613	10,394	11,036
(+/-%)	-6.6%	123.6%	167.4%	8.1%	6.2%
净利润(百万元)	-291	10	224	335	405
(+/-%)	-395.4%	-103.3%	2234.6%	49.6%	20.9%
每股收益(元)	-0.73	0.02	0.56	0.84	1.01
EBIT Margin	-21.2%	10.8%	8.5%	9.1%	9.7%
净资产收益率(ROE)	-13.7%	0.4%	9.7%	13.2%	14.3%
市盈率(PE)	-29.4	891.3	38.2	25.5	21.1
EV/EBITDA	-33.1	33.3	29.0	26.3	25.0
市净率(PB)	4.04	3.97	3.70	3.36	3.02

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

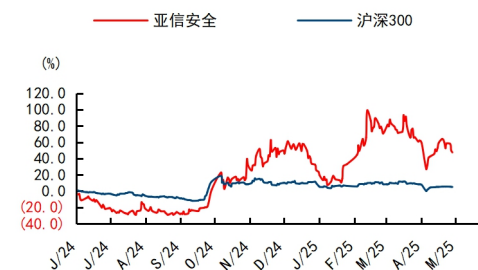
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.37 元
总市值/流通市值	8548/4469 百万元
52 周最高价/最低价	29.98/10.10 元
近 3 个月日均成交额	154.73 百万元

市场走势



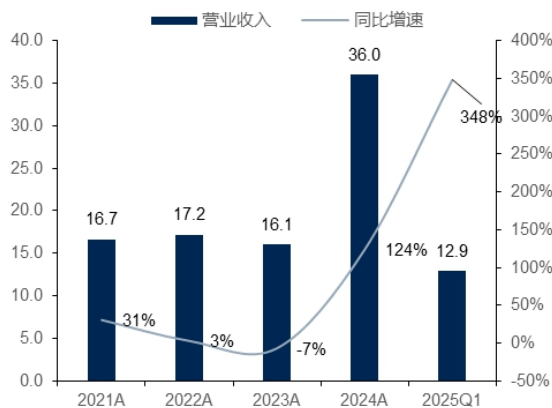
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《亚信安全（688225.SH）-安全业务逆势增长，2024 年归母净利润扭亏为盈》——2025-01-27
- 《亚信安全（688225.SH）-并购亚信科技交易完成，多领域协同可期》——2024-11-11
- 《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

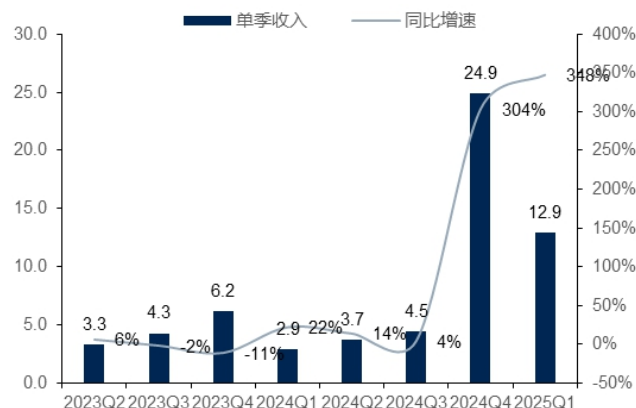
由于公司 2024 年度合并了亚信科技 2024 年 11 月 9 日至 2024 年 12 月 31 日期间的财务数据，公司全年收入 35.95 亿元，归母净利润 959.06 万元，扣非归母净利润-1625.66 万元。不考虑并表，亚信安全 24 年收入 17.10 亿元（+6.37%），归母净利润-0.91 亿元；扣非归母净利润-1.16 亿元，亏损均大幅收窄。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



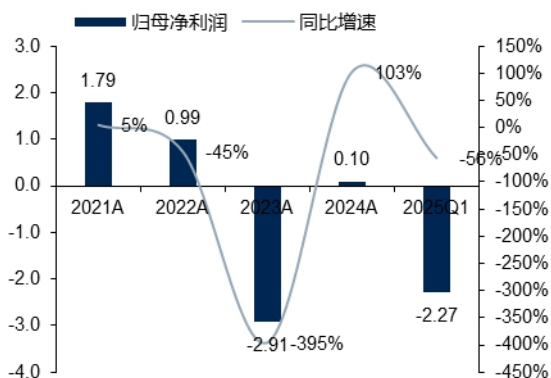
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



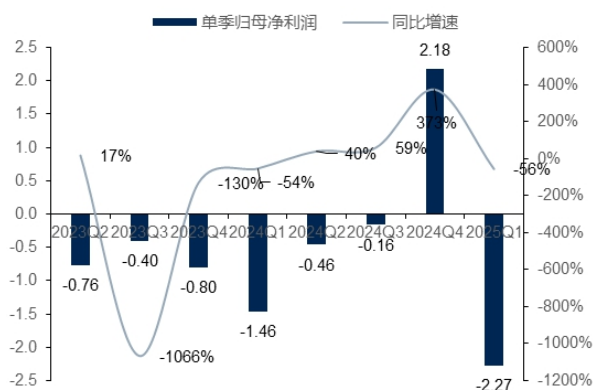
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

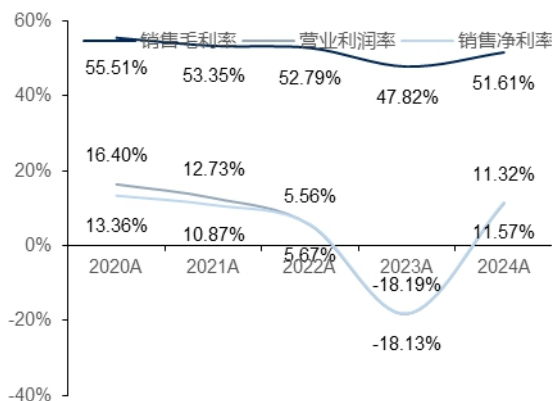


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

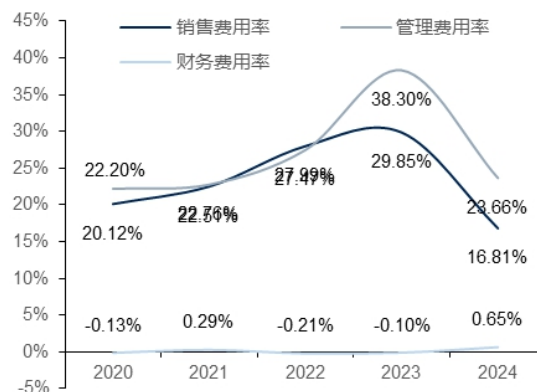
并表后，公司整体毛利率为 51.61%，提升较大。其中公司安全业务毛利率为 61.35%，提升 13.53 个百分点，主要系自研标准化产品收入占比提升、优化供应链管理降低外采材料成本所致。同时，公司提效降本成效明显，销售、研发、管理三项费用合计同比增长仅 2.1%。由于合并亚信科技，公司表现费用率呈现较大下降。

图5：公司毛利率、净利率变化情况

图6：公司三项费用率变化情况（管理费用中包含研发费用）



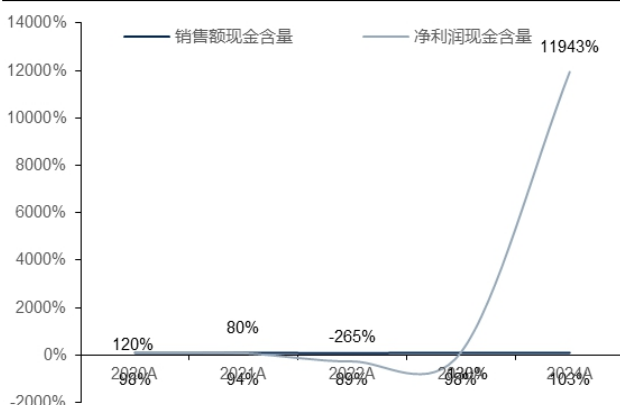
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

由于合并报表，公司表现经营活动现金净流量大幅提升，达到11.45亿元。安全业务公司现金流也大幅好转，经营活动现金流净额也由去年-3.79亿回到+0.46亿。同时由于并表，公司应收周转天数、存货周转天数均有明显提升。

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

投资建议：维持“优于大市”评级。维持盈利预测，预计2025-2027年公司营收96.13/103.94/110.36亿元；归母净利润2.24/3.35/4.05亿元（原25-26年预测为2.24/3.35亿元）；当前股价对应PE=38/25/21x。公司安全业务在25年盈利能力有望进一步恢复，且协同亚信科技在大模型实施和一体机等领域发展机会广阔，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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1059	2643	1800	2187	3775	营业收入	1608	3595	9613	10394	11036
应收款项	894	3165	8464	9151	9716	营业成本	839	1740	5504	5908	6207
存货净额	359	565	1792	1925	2023	营业税金及附加	14	24	64	69	73
其他流动资产	231	3593	9607	10387	11029	销售费用	480	604	1086	1154	1225
流动资产合计	2642	10411	22108	24095	26988	管理费用	169	300	703	758	803
固定资产	44	617	333	53	(244)	研发费用	447	541	1442	1559	1655
无形资产及其他	70	761	731	702	672	财务费用	(2)	23	41	45	24
投资性房地产	644	1530	1530	1530	1530	投资收益	21	6	3	2	2
长期股权投资	0	50	100	151	201	资产减值及公允价值变动	20	(21)	(230)	(225)	(240)
资产总计	3401	13370	24803	26531	29148	其他收入	(441)	(483)	(1354)	(1466)	(1557)
短期借款及交易性金融负债	73	258	1294	300	350	营业利润	(293)	407	634	770	908
应付款项	319	1443	4528	4863	5111	营业外净收支	(2)	(7)	0	0	0
其他流动负债	599	3138	8794	9436	9942	利润总额	(294)	401	634	770	908
流动负债合计	991	4839	14616	14599	15403	所得税费用	(3)	(16)	0	15	64
长期借款及应付债券	172	743	743	743	743	少数股东损益	(0)	406	410	420	440
其他长期负债	108	1198	2288	3378	4468	归属于母公司净利润	(291)	10	224	335	405
长期负债合计	280	1941	3031	4121	5211	现金流量表（百万元）					
负债合计	1271	6780	17647	18720	20614	净利润	(291)	10	224	335	405
少数股东权益	12	4436	4846	5266	5706	资产减值准备	(3)	(47)	15	15	16
股东权益	2118	2154	2311	2545	2829	折旧摊销	44	74	90	91	92
负债和股东权益总计	3401	13370	24803	26531	29148	公允价值变动损失	(20)	21	230	225	240
关键财务与估值指标						财务费用	(2)	23	41	45	24
每股收益	(0.73)	0.02	0.56	0.84	1.01	营运资本变动	(522)	(2021)	(2694)	482	554
每股红利	0.02	0.03	0.17	0.25	0.30	其它	3	(49)	395	405	424
每股净资产	5.29	5.39	5.78	6.36	7.07	经营活动现金流	(790)	(2013)	(1741)	1553	1731
ROIC	-12.40%	9.14%	10%	11%	14%	资本开支	0	(530)	(21)	(21)	(21)
ROE	-13.74%	0.45%	10%	13%	14%	其它投资现金流	(100)	(345)	0	0	0
毛利率	48%	52%	43%	43%	44%	投资活动现金流	(100)	(925)	(71)	(71)	(71)
EBIT Margin	-21%	11%	8%	9%	10%	权益性融资	(0)	1	0	0	0
EBITDA Margin	-18%	13%	9%	10%	11%	负债净变化	172	571	0	0	0
收入增长	-7%	124%	167%	8%	6%	支付股利、利息	(10)	(12)	(67)	(100)	(121)
净利润增长率	-395%	-103%	2235%	50%	21%	其它融资现金流	(373)	3404	1036	(994)	50
资产负债率	38%	84%	91%	90%	90%	融资活动现金流	(49)	4522	969	(1094)	(71)
股息率	0.1%	0.1%	0.8%	1.2%	1.4%	现金净变动	(938)	1584	(843)	387	1588
P/E	(29.4)	891.3	38.2	25.5	21.1	货币资金的期初余额	1997	1059	2643	1800	2187
P/B	4.0	4.0	3.7	3.4	3.0	货币资金的期末余额	1059	2643	1800	2187	3775
EV/EBITDA	(33.1)	33.3	29.0	26.3	25.0	企业自由现金流	0	(2075)	(1812)	1479	1622
						权益自由现金流	0	1899	(817)	440	1650

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