

亚信安全 (688225.SH)

增持 (维持)

安全业务提质增效显著, AI大模型订单逐步落地

公司“安全+数智”一体两翼战略成效显著, 数智业务中 AI 大模型应用与交付业务订单逐步落地。网络安全业务主动优化订单结构, 提质增效成果明显, 毛利率达 59.6%创历史同期新高。新业务、新生态多点开花, AI XDR 战略级新品发布, 与联通数科、鸿蒙生态、垣信卫星等合作深入推进。

□ **事件:** 公司发布 2025 年半年度报告, 上半年实现营业收入 31.24 亿元, YoY+372.81%; 实现归母净利润-3.56 亿元, YoY-85.39%; 实现扣非归母净利润-2.52 亿元, YoY-27.85%; 实现经营性净现金流-9.25 亿元, YoY-207.99%。25Q2 单季度实现营业收入 18.34 亿元, YoY+392.37%; 实现归母净利润-1.29 亿元, YoY-178.77%; 实现扣非归母净利润-0.23 亿元, YoY+50.98%。

□ **网安业务提质增效举措成效明显, 新品 AI XDR 及卫星安全等新兴订单落地。** 2025 年上半年, 网络安全业务实现营业收入 5.10 亿元, 分部实现的归母净利润为-2.4 亿元, 主要系对外投资公允价值变动损失增加、并购重组事项财务费用的影响。公司主动优化业务结构, 虽收入同比有所下降, 但经营质量显著提升。其中上半年毛利率同比提升 4.7pct 至 59.6%, 为历史同期最高水平, 这主要得益于高毛利的标品安服收入同比增长 9%, 占比提升至 64.6%; 公司控费降本成效显著, 销售、管理、研发三项费用合计同比下降 16.8%。战略新品方面, 公司发布的战略级新品 AI XDR 带动新增长, 订单已实现突破千万; 鸿蒙安全方面, 公司 TrustOne 鸿蒙版旨在将 TrustOne 新一代终端安全与鸿蒙系统原生安全能力相结合, 为鸿蒙的使用者带来稳定和高效的全新终端安全解决方案; 卫星安全方面, 上半年公司垣信卫星订单落地突破 2000 万元; 此外 2025 年上半年公司携手联通数科打造国内 SaaS 安全领军品牌“联信”, 全年有望实现一定规模的业务订单落地。

□ **数智业务引擎强劲, AI 大模型应用与交付业务订单逐步落地。** 2025 年上半年, 合并报表层面, 数智业务分部实现营业收入 26.15 亿元, 毛利率为 31.4%, 归母净利润贡献为-4463.39 万元。AI 大模型应用与交付业务逐步落地, 亚信科技已成为阿里云 AI 大模型星河计划合作伙伴, 并与阿里云累计共同建设近百个项目, 打造出众多大模型交付标杆案例, 商机储备充足, 共同推进大模型产业化落地。2025 年上半年, 亚信科技已签订单金额约为人民币 7,000 万元, AI 大模型应用与交付业务收入约为人民币 0.26 亿元。亚信安全推出 4+2 大模型安全解决方案, 全面覆盖大模型基础架构层、模型层、工具层和 AI 应用层多层架构, 已在大模型与大模型安全解决方案等多个场景与亚信科技形成业务协同

□ **维持“增持”投资评级。** 公司网络安全业务经营质量持续改善, 数智业务中 AI 大模型等新兴业务展现出强劲的增长动力, “安全+数智”一体两翼协同效应逐步释放, 在大模型安全、卫星互联网安全、鸿蒙生态等新兴领域卡位优势明显。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。

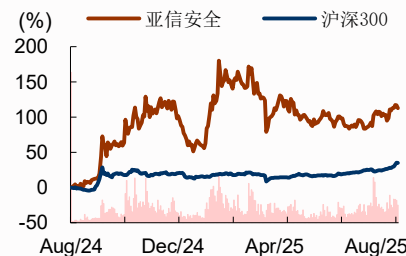
TMT 及中小盘/计算机
目标估值: NA
当前股价: 21.89 元

基础数据

总股本 (百万股)	400
已上市流通股 (百万股)	400
总市值 (十亿元)	8.8
流通市值 (十亿元)	8.8
每股净资产 (MRQ)	4.5
ROE (TTM)	-8.6
资产负债率	49.9%
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	17	-16	117
相对表现	9	-29	83



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《亚信安全 (688225) —安全+数智一体两翼元年, AI 等新兴业务势头强劲》2025-04-30
- 《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
- 《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

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

鲍淑娴 S1090525080003

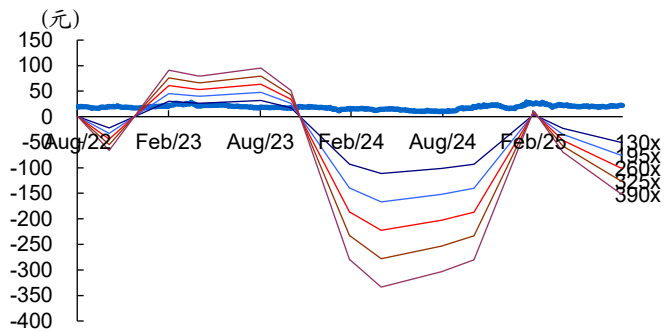
baoshuxian@cmschina.com.cn

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	-30.1	913.0	57.5	41.7	33.3
PB	4.1	4.1	3.8	3.5	3.3

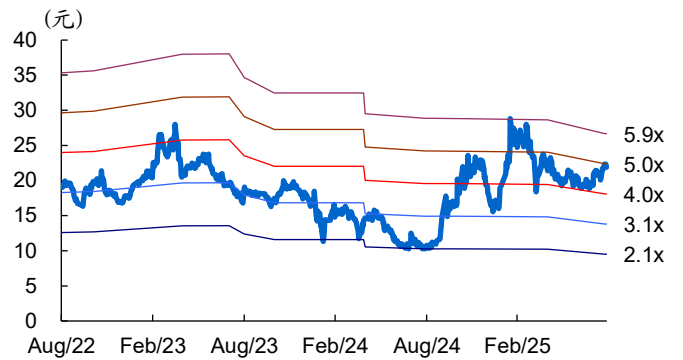
资料来源：公司数据、招商证券

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	3401	13370	18625	19837	21158
流动负债	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
长期负债	280	1941	1941	1941	1941
长期借款	172	743	743	743	743
其他	108	1198	1198	1198	1198
负债合计	1271	6780	11426	11934	12440
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
负债及权益合计	3401	13370	18625	19837	21158

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(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)
投资活动现金流	(431)	(960)	90	90	90
资本支出	(44)	(37)	(10)	(10)	(10)
其他投资	(387)	(923)	100	100	100
筹资活动现金流	(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)
现金净增加额	(938)	1343	1068	1039	1138

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	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
营业利润	(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
利润总额	(294)	401	676	832	975
所得税	(3)	(16)	67	83	97
少数股东损益	(0)	406	457	540	614
归属于母公司净利润	(291)	10	152	210	263

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料(元)					
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
估值比率					
PE	-30.1	913.0	57.5	41.7	33.3
PB	4.1	4.1	3.8	3.5	3.3
EV/EBITDA	-76.1	46.7	19.0	18.7	17.8

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。