

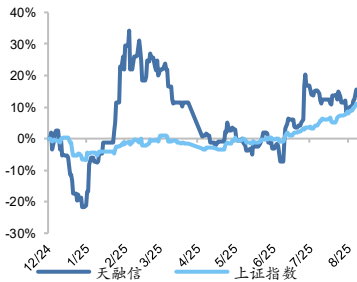
利润展现好转迹象，数字货币增加想象力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-05

收盘价（元）	9.68
近12个月最高/最低（元）	13.62\5.46
总股本（百万股）	1179.5
流通股本（百万股）	1166.8
流通股比例（%）	99%
总市值（亿元）	114.2
流通市值（亿元）	113.0

公司价格与沪深300走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：来祚豪

执业证书号：S0010524100001

邮箱：laizh@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 利润方面有所改善，下游部分行业业绩亮眼

公司2025年上半年营业收入8.26亿元，同比下降5.38%；归母净利润为-0.65亿元，同比减亏68.56%；扣非净利润-0.77万元，同比减亏64.57%。毛利率同比上升4.1个百分点，销售费用、管理费用、研发费用分别下降12.65%、15.42%、15.47%，三项费用总额减少14.39%。

分下游看，金融、运营商、能源、交通行业收入分别增长19.52%、25.31%、32.35%、60.78%。此外，公司2025年2月11日发布智算一体机，2025Q1实现超200万收入，可预见商机及签单规模超2000万。公司云计算业务未来目标：产出至少达到安全板块产出的一半。

经营性现金流-2.71亿元，同比下降7.09%；投资性现金流同比上升22.38%，筹资性现金流同比上升78.28%。

● 行业市场恢复，持股计划目标高增长

IDC 2025V1《全球网络安全支出指南》预测，中国网络安全市场将由2023年的110亿美元增至2028年的171亿美元，五年复合增速9.2%；其《2024Q4中国安全硬件市场跟踪报告》显示，2024年中国安全硬件市场规模210.2亿元，UTM防火墙份额保持第一，UTM类产品连续五年提升，由2020年的62.5%升至2024年的67.3%。

2024年公司卫生（启动省份30个，公司中标省份26个）、应急（2024年启动省份31个，公司中标省份13个）、地震局（2024年启动省份29个，公司中标省份19个）及气象领域（2024年启动省份18个，公司中标省份10个）累计中标超3亿元；预计2025年以下五大行业需求景气高：水利（总预算288亿）、气象（安全预算400万/省、启动8省）、交通（安全预算500万/省、试点8省）、卫生（安全预算百万/县，启动31省）。

公司“奋斗者”第二期员工持股计划预计公司（以2024年为基数）2025-2027年收入增幅为0%/10%/20%；净利润增幅为100%/150%/200%。

● 加密货币存在想象空间

公司在稳定币方面已有区块链、零信任、隐私计算、商用密码等相关技术的研究及应用，同时参与了多个金融行业客户的数字货币、跨境支付等关键基础设施安全建设项目，可为客户提供网络安全、数据安全、云计算等产品及解决方案。

2025年6月AnchorX公司获阿斯塔纳金融服务管理局（AFSA）许可，可在阿斯塔纳国际金融中心（AIFC）内发行稳定币。AxCNH是一种与离岸人民币（CNH）1:1锚定的数字稳定币，由AnchorX公司于2023年推出。AxCNH在以太坊、币安智能链（BNB Chain）和Conflux网络区块链上可用，可与主流钱包、去中心化金融（DeFi）应用及交易所兼容。我

们认为，未来稳定币领域将进一步发展，带来公司业务想象力。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年分别实现收入 27.9/29.6/32.4 亿元，同比增长-1.0%/6.1%/9.5%；实现归母净利润 1.09/1.44/2.06 亿元，同比增长 30.8%/32.9%/42.6%，维持“买入”评级。

重要财务指标		单位：百万元			
主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	2820	2792	2962	3244	
收入同比 (%)	-9.7%	-1.0%	6.1%	9.5%	
归属母公司净利润	83	109	144	206	
净利润同比 (%)	122.4%	30.8%	32.9%	42.6%	
毛利率 (%)	61.0%	62.6%	62.1%	63.1%	
ROE (%)	0.9%	1.2%	1.5%	2.1%	
每股收益 (元)	0.07	0.09	0.12	0.17	
P/E	87.99	78.87	59.36	41.63	
P/B	0.81	0.91	0.90	0.89	
EV/EBITDA	20.92	23.35	51.55	34.82	

资料来源：WIND，华安证券研究所

● 风险提示

1) 研发突破不及预期；2) 政策支持不及预期；3) 产品交付不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
流动资产	3,877	3,933	4,112	4,319	
现金	666	815	875	863	
应收账款	2,589	2,523	2,608	2,787	
其他应收款	65	65	68	75	
预付账款	18	17	18	19	
存货	406	381	404	428	
其他流动资产	134	133	138	147	
非流动资产	7,169	7,088	7,088	7,088	
长期投资	485	485	485	485	
固定资产	392	362	362	362	
无形资产	994	811	811	811	
其他非流动资产	5,298	5,430	5,430	5,430	
资产总计	11,046	11,020	11,200	11,407	
流动负债	1,536	1,484	1,597	1,707	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	860	817	877	937	
其他流动负债	677	668	720	770	
非流动负债	112	109	109	109	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	112	109	109	109	
负债合计	1,648	1,593	1,705	1,816	
少数股东权益	4	4	4	4	
股本	1,179	1,179	1,179	1,179	
资本公积	6,350	6,350	6,350	6,350	
留存收益	1,864	1,894	1,961	2,057	
归属母公司股东权益	9,393	9,423	9,490	9,586	
负债和股东权益	11,046	11,020	11,200	11,407	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	259	296	140	101	
净利润	83	109	144	206	
折旧摊销	336	225	0	0	
财务费用	6	0	0	0	
投资损失	6	0	0	0	
营运资金变动	-221	-7	-82	-194	
其他经营现金流	353	87	304	488	
投资活动现金流	-370	-69	-3	-4	
资本支出	-381	-71	-3	-4	
长期投资	10	0	0	0	
其他投资现金流	1	2	0	0	
筹资活动现金流	-148	-57	-77	-110	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	-5	0	0	0	
资本公积增加	-111	0	0	0	
其他筹资现金流	-32	-57	-77	-110	
现金净增加额	-260	171	60	-12	

资料来源: WIND, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
营业收入	2,820	2,792	2,962	3,244	
营业成本	1,099	1,044	1,121	1,198	
营业税金及附加	25	25	27	29	
销售费用	930	880	918	1,006	
管理费用	128	126	133	146	
财务费用	-2	-20	-24	-26	
资产减值损失	-5	-5	-5	-5	
公允价值变动收益	13	0	0	0	
投资净收益	-6	0	0	0	
营业利润	12	134	179	255	
营业外收入	1	1	1	1	
营业外支出	3	3	4	5	
利润总额	9	132	176	251	
所得税	-74	24	32	45	
净利润	83	109	144	206	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	83	109	144	206	
EBITDA	337	337	151	225	
EPS (元)	0.07	0.09	0.12	0.17	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	-9.7%	-1.0%	6.1%	9.5%	
营业利润	103.0%	1037.1%	33.1%	42.4%	
归属于母公司净利润	122.4%	30.8%	32.9%	42.6%	
获利能力					
毛利率 (%)	61.0%	62.6%	62.1%	63.1%	
净利率 (%)	2.9%	3.9%	4.9%	6.3%	
ROE (%)	0.9%	1.2%	1.5%	2.1%	
ROIC (%)	0.2%	1.0%	1.3%	1.9%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	14.9%	14.5%	15.2%	15.9%	
净负债比率 (%)	17.5%	16.9%	18.0%	18.9%	
流动比率	2.52	2.65	2.58	2.53	
速动比率	2.17	2.30	2.23	2.19	
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.25	0.27	0.29	
应收账款周转率	1.12	1.09	1.15	1.20	
应付账款周转率	1.28	1.25	1.32	1.32	
每股指标 (元)					
每股收益	0.07	0.09	0.12	0.17	
每股经营现金流 (摊薄)	0.22	0.25	0.12	0.09	
每股净资产	7.96	7.99	8.05	8.13	
估值比率					
P/E	87.99	78.87	59.36	41.63	
P/B	0.81	0.91	0.90	0.89	
EV/EBITDA	20.92	23.35	51.55	34.82	

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。