

亚信安全（688225.SH）

标品策略发挥成效，非运营商行业加速拓展

买入

核心观点

2021 年收入增速提升。2021 年公司实现收入 16.67 亿元（+30.82%），收入增长呈加速态势，归母净利润 1.79 亿元（+4.88%），扣非归母净利润 0.95 亿元（-32.15%）。经营活动现金净流量为 1.44 亿元（-29.76%）；存货与合同负债整体保持历年平均水平。2022Q1，公司受疫情影响，增速有所放缓，一季度收入 2.85 亿元（+9.85%），归母净利润-0.78 亿元，扣非归母净利润-0.94 亿元，利润端下滑较大，主要系人员增长下，费用较为刚性。

整体毛利率有所下降，安全产品毛利率提升。2021 年公司整体毛利率为 53.35%（-2.16pct），主要是受低毛利率产品较快增长影响。云网虚拟化软件收入 1.56 亿元（+197.17%），毛利率为 12%；安全服务收入 0.48 亿元（+600.21%），毛利率为 16.83%。其中，公司核心业务网络安全产品收入 14.63 亿元（+20.41%），毛利率 58.95%，提升了 1.51pct。公司 2021 年人员达到 2840 人（+26.45%）。

“强标品”策略奏效，端点安全增长显著。公司泛终端安全、高级威胁治理、云及边缘安全等标准化产品取得高速增长，标准化产品收入较上年同比增长 72.38%。标准化产品收入比重快速提升，2021 年标准化产品占比为 46.50%，较 2020 年 35.29% 占比上升 11.21 个百分点。公司端点安全产品继承趋势科技，产品力和市场份额均处于行业领先，2021 年端点产品体系收入增长 50.01%，毛利率由 75.75% 提升至 78.86%，带动整个产品体系的毛利率提升。

非运营商行业快速拓展，安全软件龙头向 XDR 发展。公司以运营商行业起家，优势及市场份额稳固，保持稳定增长。2021 年金融、能源、制造等非运营商行业收入快速增加，同比增加 64.07%，收入占比由 33.07% 提升至 41.48%。公司在身份和数字信任软件市场、终端安全软件市场、EDR、云主机安全市场等多个安全软件领域处于领先者，针对公司多款软件产品，客户均采取了购买服务期、并在服务期满后续费的购买方式，相关收入具有稳定性、持续性的特点。老客户续费是公司具有明显特色的业务模式，也是公司收入快速增长的动力。随着公司采用“平台+产品+服务”的策略，在态势感知、SOAR 等不断发展下，公司率先推动 XDR 发展，XDR 处于行业行业。

风险提示：疫情反复影响公司正常经营节奏，行业竞争加剧等

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 21.14/26.40/32.28，增速分别为 27%/25%/22%，归母净利润为 2.09/2.79/3.52 亿元，对应当前 PE 为 40/28/22 倍。公司作为安全软件及运营商领域领先者，业务发展及模式较好，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,275	1,667	2,114	2,640	3,228
(+/-%)	18.3%	30.8%	26.8%	24.8%	22.3%
净利润(百万元)	170	179	209	279	352
(+/-%)	4.6%	4.9%	16.8%	33.5%	26.3%
每股收益(元)	0.47	0.50	0.52	0.70	0.88
EBIT Margin	12.4%	7.5%	7.8%	8.6%	9.3%
净资产收益率 (ROE)	13.8%	12.3%	7.4%	9.2%	10.8%
市盈率 (PE)	41.6	39.7	37.8	28.3	22.4
EV/EBITDA	45.7	57.2	53.5	40.5	32.2
市净率 (PB)	5.77	4.87	2.79	2.61	2.41

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

xionglli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

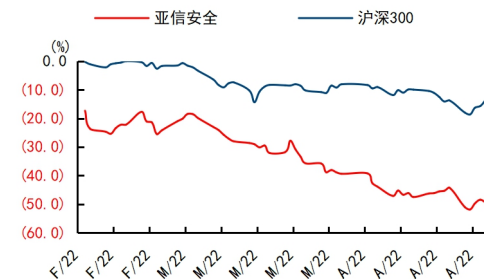
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入（首次覆盖）
合理估值	
收盘价	19.71 元
总市值/流通市值	7884/650 百万元
52 周最高价/最低价	41.55/18.32 元
近 3 个月日均成交额	120.79 百万元

市场走势

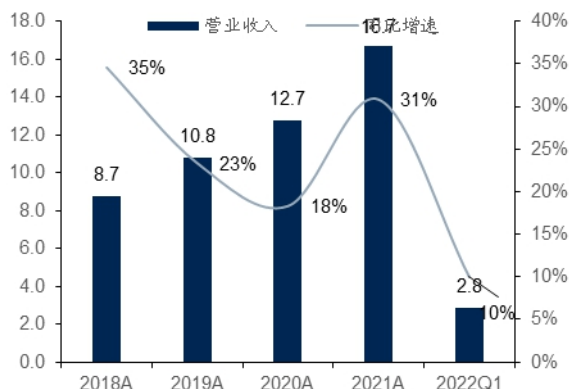


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

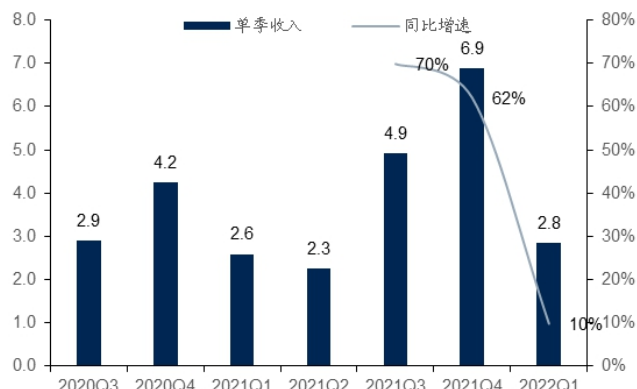
21 年收入呈加速之势，22Q1 受疫情影响增速放缓。2021 年公司实现收入 16.67 亿元（+30.82%），归母净利润 1.79 亿元（+4.88%），扣非归母净利润 0.95 亿元（-32.15%）。经营活动现金净流量为 1.44 亿元（-29.76%）；存货与合同负债整体保持历年平均水平。2021 年三四季度，公司收入呈现明显提速状态。2022Q1，公司受疫情影响，增速有所放缓，一季度收入 2.85 亿元（+9.85%），归母净利润 -0.78 亿元，扣非归母净利润 -0.94 亿元，利润端下滑较大，主要系人员增长下，费用较为刚性。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



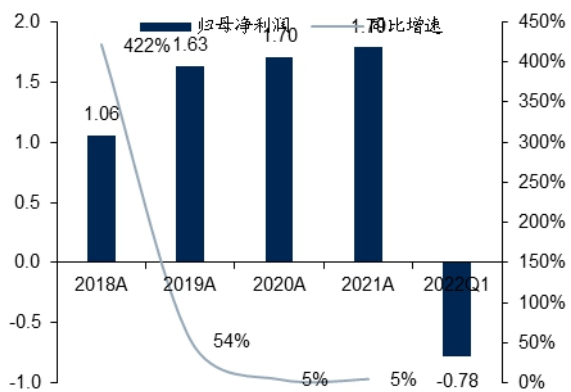
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



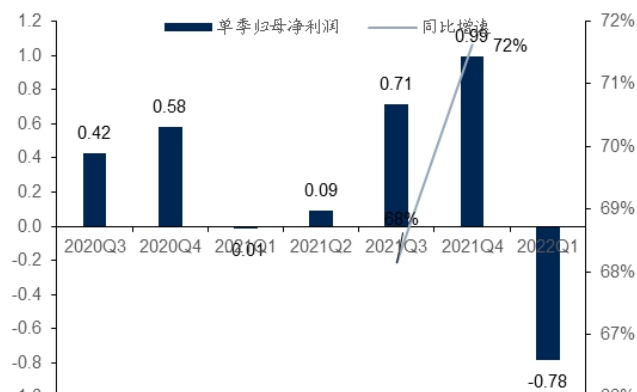
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

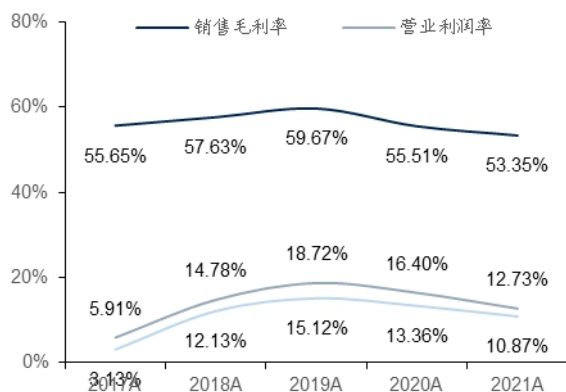
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

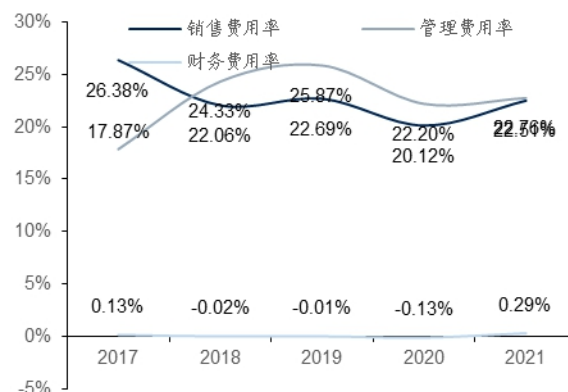
整体毛利率有所下降，持续加强投入。2021 年公司整体毛利率为 53.35%（-2.16pct），主要是受低毛利率产品较快增长影响。云网虚拟化软件收入 1.56 亿元（+197.17%），毛利率为 12%；安全服务收入 0.48 亿元（+600.21%），毛利率为 16.83%。其中，公司核心业务网络安全产品收入 14.63 亿元（+20.41%），毛利率 58.95%，提升了 1.51pct。公司采取较为积极的市场拓展策略，2021 年人员达到 2840 人（+26.45%），导致整体费用较快增长。2021 年销售费用率为 22.51%（+2.39pct），管理费用率为 8.84%（-0.64pct），研发费用率为 13.92%（+1.20pct）。公司加强营销体系建设，在全国完成 27 个省办的建设，基本形成了覆盖全国的营销网络。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

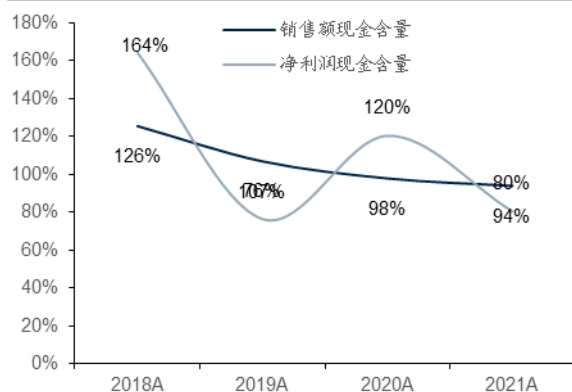
图6：公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

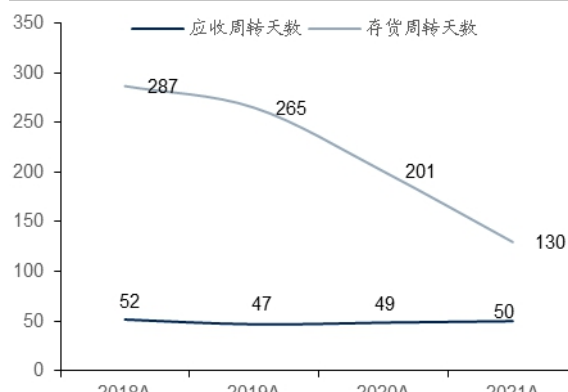
2021 年公司销售商品提供劳务收到现金为 15.65 亿元（+25.50%），经营活动现金净流量为 1.44 亿元（-29.76%），均低于收入和利润水平。公司存货整体保持稳定，应收账款有所提升。

图7：公司经营现金流情况



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：首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为安全软件及运营商领域领先者，业务发展及模式较好。预计 2022-2024 年营业收入为 21.14/26.40/32.28，增速分别为 27%/25%/22%，归母净利润为 2.09/2.79/3.52 亿元，对应当前 PE 为 40/28/22 倍，给予“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)			
688225	亚信安全	19.71	78.84	0.5	0.5	0.7	0.9	39.4	37.9	28.2	22.4	12.3	2.26	2.26	买入
300369	绿盟科技	9.15	73.07	0.4	0.5	0.7	0.8	21.3	16.9	13.3	11.0	0.4	0.64	0.64	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1227	1261	2773	3101	3480	营业收入	1275	1667	2114	2640	3228
应收款项	207	317	402	501	613	营业成本	567	778	1007	1251	1527
存货净额	298	263	342	425	519	营业税金及附加	10	10	13	16	20
其他流动资产	108	244	309	386	472	销售费用	257	375	465	581	710
流动资产合计	1840	2085	3826	4414	5085	管理费用	121	147	180	213	243
固定资产	26	41	37	34	29	研发费用	162	232	285	351	426
无形资产及其他	24	35	35	35	34	财务费用	(2)	5	(19)	(28)	(32)
投资性房地产	80	329	329	329	329	投资收益	14	18	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	15	78	(20)	(20)	(20)
资产总计	1970	2490	4227	4811	5476	其他收入	(143)	(236)	(205)	(261)	(326)
短期借款及交易性金融负债	0	27	30	30	30	营业利润	209	212	248	331	418
应付款项	87	162	211	263	321	营业外净收支	(4)	0	0	0	0
其他流动负债	620	681	872	1080	1311	利润总额	205	212	248	331	418
流动负债合计	707	871	1113	1373	1662	所得税费用	35	31	36	48	61
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	3	3	4	5
其他长期负债	33	158	284	409	534	归属于母公司净利润	170	179	209	279	352
长期负债合计	33	158	284	409	534	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	740	1029	1397	1781	2195	净利润	170	179	209	279	352
少数股东权益	(0)	3	6	10	15	资产减值准备	11	20	(5)	(6)	(5)
股东权益	1231	1458	2825	3020	3266	折旧摊销	13	18	10	11	12
负债和股东权益总计	1970	2490	4227	4811	5476	公允价值变动损失	(15)	(78)	20	20	20
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(2)	5	(19)	(28)	(32)
每股收益	0.47	0.50	0.52	0.70	0.88	营运资本变动	29	(178)	131	119	117
每股红利	0.00	0.00	0.16	0.21	0.26	其它	(11)	(17)	8	10	10
每股净资产	3.42	4.05	7.06	7.55	8.17	经营活动现金流	197	(57)	372	432	506
ROIC	15.09%	7.95%	11%	17%	24%	资本开支	0	(123)	(21)	(21)	(21)
ROE	13.84%	12.25%	7%	9%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	56%	53%	52%	53%	53%	投资活动现金流	0	(123)	(21)	(21)	(21)
EBIT Margin	12%	7%	8%	9%	9%	权益性融资	(0)	0	1221	0	0
EBITDA Margin	13%	9%	8%	9%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	31%	27%	25%	22%	支付股利、利息	0	0	(63)	(84)	(106)
净利润增长率	5%	5%	17%	33%	26%	其它融资现金流	452	215	3	0	0
资产负债率	38%	41%	33%	37%	40%	融资活动现金流	452	215	1161	(84)	(106)
股息率	0.0%	0.0%	0.9%	1.2%	1.5%	现金净变动	649	34	1512	328	379
P/E	41.6	39.7	37.8	28.3	22.4	货币资金的期初余额	578	1227	1261	2773	3101
P/B	5.8	4.9	2.8	2.6	2.4	货币资金的期末余额	1227	1261	2773	3101	3480
EV/EBITDA	45.7	57.2	53.5	40.5	32.2	企业自由现金流	0	(177)	259	303	365
						权益自由现金流	0	37	278	327	392

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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