

上半年净利润增速 62.65%，网络信息安全业务增速显著

首次覆盖报告

田杰华(分析师) 刘航(联系人) 孙业亮(联系人)
tianjiehua@xsdzq.cn liuhang1@xsdzq.cn sunyeliang@xsdzq.cn
证书编号: S0280517050001 证书编号: S0280118020016 证书编号: S0100117080083

● **公司 2018 年半年度报告: 上半年公司实现营业总收入 5.49 亿元, 同比增长 19.31%; 归母净利润 7471 万元, 同比增长 62.65%; 扣非净利润 5243 元, 同比增长 28.64%。**

- (1) 公共安全业务营收 1.02 亿元, 同比-1.61%, 毛利率 35.61%;
- (2) 网络安全业务营收 0.20 亿元, 同比+89.36%, 毛利率 63.83%;
- (3) 信息安全业务营收 0.99 亿元, 同比+108.33%, 毛利率 58.33%;
- (4) 网资管理业务营收 1.60 亿元, 同比+67.70%, 毛利率 46.14%;
- (5) 文化娱乐业务营收 1.66 亿元, 同比-17.46%, 毛利率 36.84%。

● **聚焦和强化网络信息安全业务, 网络安全、信息安全、网资管理增速显著**

网络安全板块, 公司属于传统网络安全市场的新进入者, 目前占比较小, 行业竞争较为激烈, 但受益于国家政策导向以及公司投入加大, 上半年实现营收增速 89.36%; 信息安全板块定位于网络空间舆情治理, 公司国家级防火墙产品和舆情管理产品在海外市场突破多个国家级网络安全项目, 上半年营收增速 108.33%, 1 月公司获批建设了“网络空间治理技术国家地方联合工程研究中心(深圳)”; 网资管理板块定位于网络空间资源大数据治理, 为政府主管部门提供覆盖 IDC/ISP、DNS 域名、互联网流量等领域的管理支撑服务, 受益于国家对网络空间环境治理的不断加强, 上半年营收增速 67.70%。

● **公共安全和文化娱乐保持平稳发展, 为公司提供稳定利润来源**

公共安全业务定位网络空间违法治理业务, 主要包括公安大数据产品线、网吧行业产品线、互联网公共上网审计产品线, 近几年发展较为平稳, 上半年, 营收小幅下降-1.61%, 实现主营利润 6101 万元, 占比 25.09%, 仅次于网资管理板块。文化娱乐业务主要包含棋牌类业务和移动游戏发行和营销业务、网吧计费增值平台, 分别由唐人数码、泡椒互娱、任网游负责, 上半年, 文化娱乐板块实现营收 1.66 亿元, 同比下降 17.46%, 我们分析认为业绩下滑主要受手游市场冲击影响, 目前公司也在积极布局移动游戏市场。

● **看好网络信息安全业务持续发力, 首次覆盖给予“推荐”评级**

预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.89、2.44 和 3.10 亿元, 对应 EPS 分别为 0.28、0.36 和 0.46 元。首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示:** 业务拓展不及预期, 政策风险

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	663	1,077	1,378	1,743	2,163
增长率(%)	84.2	62.5	28.0	26.5	24.1
净利润(百万元)	109.5	149	189	244	310
增长率(%)	67.6	36.3	26.8	28.8	27.1
毛利率(%)	57.8	51.6	51.0	51.5	52.0
净利率(%)	16.5	13.9	13.7	14.0	14.3
ROE(%)	9.8	11.8	13.0	14.6	15.9
EPS(摊薄/元)	0.16	0.22	0.28	0.36	0.46
P/E(倍)	39.42	28.9	22.8	17.7	13.9
P/B(倍)	3.49	3.5	3.1	2.7	2.3

推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.08.24
收盘价(元):	6.56
一年最低/最高(元):	6.06/18.08
总股本(亿股):	6.8
总市值(亿元):	44.61
流通股本(亿股):	3.54
流通市值(亿元):	23.24
近 3 月换手率:	100.95%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.41	-12.45	-27.31
绝对	-13.57	-25.56	-38.27

相关报告

目 录

1、 公司是国内最早涉足网络信息安全领域的企业之一.....	3
1.1、 从开发网吧信息安全审计管理系统起家，逐步拓展其他网络信息安全业务.....	3
1.2、 公共安全板块是公司最早开展的业务，目前保持稳健发展.....	4
1.3、 网资管理板块由并购所得，目前主要服务工信主管部门和运营商.....	5
1.4、 舆情管理板块增速较快，市场前景广阔.....	6
1.5、 网络安全板块，机遇和挑战并存.....	6
2、 网络娱乐作为公司外延式发展的有力尝试，为公司提供稳定利润来源.....	7
2.1、 唐人数码聚焦棋牌游戏，泡椒网聚焦游戏推广和分发.....	7
2.2、 文娱业务发展平稳，为公司提供稳定的利润支撑.....	8
3、 营收持续稳步增长，聚焦和强化网络安全业务.....	10
3.1、 营业收入近四年复合增长率达 44.74%.....	10
3.2、 研发投入占比保持在 10%以上，毛利率有望止跌企稳.....	12
3.3、 应收账款和存货风险可控.....	13
4、 投资建议.....	14
5、 风险提示.....	14
附： 财务预测摘要.....	15

图表目录

图 1: 唐人游 2017 年分季度运营数据.....	8
图 2: 狂暴之翼 2017 年分季度运营数据.....	8
图 3: 青云诀 2017 年分季度运营数据.....	9
图 4: 望仙 2017 年分季度运营数据.....	9
图 5: 猎魔战歌 2017 年分季度运营数据.....	10
图 6: 公司 2014-2018H1 营业收入及同比.....	11
图 7: 公司 2018 年上半年各业务营收、同比及毛利率情况.....	11
图 8: 公司 2014-2018H1 归母净利润及同比.....	12
图 9: 公司 2014-2018H1 扣非净利润及同比.....	12
图 10: 公司 2014-2018H1 研发费用及占营收比重.....	13
图 11: 公司 2014-2018H1 毛利率和净利率情况.....	13
图 12: 公司 2014-2018H1 归母净利润及同比.....	13
图 13: 公司 2014-2018H1 扣非净利润及同比.....	13
图 14: 2014-2017 年公司存货周转率和应收账款周转率.....	13
图 15: 2017 年同行业应收账款周转率对比.....	14
表 1: 公司大事记.....	3
表 2: 2017 年公司主要游戏基本情况.....	8
表 3: 2012-2017 年公司主要并购情况.....	11

1、公司是国内最早涉足网络信息安全领域的企业之一

1.1、从开发网吧信息安全审计管理系统起家，逐步拓展其他网络信息安全业务

国内领先的“网络空间数据治理专家”。公司成立于2000年5月，是中国最早涉足网络信息安全领域的企业之一，成立之初自主研发了用于网吧管理的“NET110 互联网信息安全审计管理系统”，随后立足“信息安全审计”为公安、工信、广电、教育等行业主管部门开发了一系列产品，并逐步向网络信息安全领域拓展，目前已经发展成为覆盖公共网络安全、网络资源管理、舆情管理和网络信息安全管理等领域相关解决方案服务的“网络空间数据治理专家”。

坚持走自主创新之路。公司致力于为国家管理机构、运营商、企事业单位和个人网络信息安全保驾护航。公司坚持走自主创新之路，在深圳、北京、武汉、成都建立4大研发基地，参与多项国家公安部、国家工信部等多部委网络信息安全行业标准的制定，拥有近百项国家级核心技术，承担30多项国家级重大课题研究；拥有130多项行业准入资质，获得200多项国家级和省部级重大荣誉。并连续3年获得“国家高新技术企业证书”；连续4年获得“国家规划布局内重点软件企业”；同时，任子行还获批成立了“网络空间治理技术国家地方联合工程研究中心”、“国家计算机信息内容安全重点实验室深圳实验室”、“博士后创新实践基地”等，是国家信息安全支撑性单位。

表1：公司大事记

时间	公司大事
	公司成立，注册资本50万元；
2000	深圳市上百家网吧安装公司自主研发的“NET110 互联网信息安全审计管理系统”；与国家网络安全管理中心签署合作协议，开始承接国家级重点项目开发。
	承接“国信安办”的研究课题；
	“NET110 互联网信息安全审计管理系统”首家通过公安部检测，并在20多个省市公安
2001	网监获得良好应用；
	新一代青少年上网过滤软件“网中行”正式发布，并被指定为“全国青少年绿色上网软件”。
2002	获双软认证、高新技术企业认定证书。
	公司产品“网吧实名登记卡”发行量突破100万张；
2003	正式推出新一代网络安全审计管理平台解决方案，承担国家信息产业部三项重要项目；
	承担国家广播电视总局“全国互联网音视频节目监测系统”的开发；
2004	“互联网内容安全审计和控制产品项目产业化”项目获国家火炬计划；
	“NET110 互联网信息安全审计管理系统”获深圳市科技进步2004年一等奖；
	获得计算机信息系统集成资质证书；
2005	任子行网吧实名登记卡发行量突破1000万张。
	荣获涉及国家秘密的计算机信息系统集成资质证书；
2006	“任天行”系列产品在全国各地教育、企事业单位连中大标，被誉为“政府内网安全之虎”。
	获国家密码管理局颁发的“国家商用密码产品生产定点单位”资质；
2007	获国家发展和改革委员会颁发的“国家高技术产业化示范工程单位”。
	“大规模网络恶意信息检测与控制技术”项目荣获国家教育部“科学技术进步奖一等奖”
2008	获深圳市首批国家级高新技术企业认定；
	与中国科学院计算机技术研究所、国家计算机网络应急技术处理协调中心等单位联合组

时间	公司大事
	建“信息内容安全技术国家工程实验室”
	入选中共中央直属机关政府集中采购供应商；
2009	“信盾计算机终端监控系统”被列为国家发改委 2009 年度信息安全专项； 荣获 CNCERT/CC 国家级网络安全应急服务支撑单位认定；
2010	完成股份制改造，更名为“深圳市任子行网络技术股份有限公司”； 营业收入破亿元。
	成为中国通信标准化协会全权会员单位；
2011	被广东省经济和信息化委员会评选为“2011 年广东省软件和集成电路设计 100 强培育企业”；
	在深交所创业板正式挂牌上市，证券简称：任子行，证券代码：300311；
2012	收购深圳市博海通讯技术有限公司 51% 股权； 组建的“深圳互联网内容安全工程实验室”获“深圳市级工程实验室”称号；
	入围 2013《福布斯》中国“最具潜力上市公司 100 强”，荣居第 63 位；
2013	被认定为 2011-2012 年度国家规划布局内重点软件企业； 获“广东省战略性新兴产业培育企业”称号； 营业收入突破 2 亿元。
	被认定为“2013-2014 年度国家规划布局内重点软件企业”
2014	发布重大资产重组报告书，拟使用现金及发行股票合计 6 亿元收购苏州唐人数码科技有限公司 100% 股权； 获 ISCCC 信息安全服务风险评估二级资质；
	通过深圳市人力资源和社会保障局的审核，获批成立“博士后创新实践基地”； 斥资 1500 万收购北京亚鸿科技发展有限公司 51% 股权
2015	向深圳市中新赛克科技股份有限公司增资人民币近 5000 万元； 出资 5000 万元作为有限合伙人参与上海创稷投资中心； 任子行成为中国网络安全产业联盟常务理事单位。
	中国互联网网络安全威胁治理联盟成立，任子行任首批成员单位； 我司参与研发项目“在线社交网络分析关键技术及系统”荣获《2015 年度国家科学技术
2016	进步奖》（二等奖）； 任子行总裁沈智杰荣获 2015 年度深圳市青年科技奖； 深圳市委常委、统战部部长林洁一行莅临任子行调研。
	全资收购深圳泡椒思至信息技术有限公司；
2017	全资收购唐人数码，进一步完善任子行网娱业务群建设； 任子行正式签署现金收购亚鸿 44% 股权的协议，至此亚鸿世纪成为任子行全资子公司。
	获批“中国网络空间安全协会大数据安全人才培养基地国家级（A 级）合作支撑单位”
2018	资格 获批成立“网络空间治理技术国家地方联合工程研究中心”

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、公共安全板块是公司最早开展的业务，目前保持稳健发展

该业务板块是公司的传统业务。2017 年该板块营业收入 2.92 亿元，同比增长 6.85%，毛利率为 46.90%。2018 年上半年，实现营收 1.02 亿元，同比下降 1.61%，毛利率 35.61%。公共安全板块稳健发展，为公司提供稳定的利润来源。该板块主要业务包括以下三块：

1) 公安大数据产品线。公司以网络安全核心关键技术为依托，以大数据引领警务变革创新，提升公安部门预警预测预防能力和打防管控实战水平，实现情报全息化、指挥可视化、防控立体化、作战合成化，通过丰富的网络安全产品体系，让警务大数据智能化、便捷化。该产品线结合各公安部门工作中的重点、业务上的难点、应用中的痛点，结合大数据特点，深入研究业务模型，精心打造一批主题应用，为公安机关打击犯罪和防范犯罪提高侦察效率。主要提供“省、市两级单一警种的大数据应用分析平台”和“市级和区县级公安机关全警种大数据应用分析平台”，为公安行业的客户提供一套基于警务大数据融合接入管理、数据治理、数据挖掘分析、数据智能应用的实战大数据平台，在数据合成的基础上，系统上更突出警务机制合成，为公安机关打击和防范犯罪，提高侦查效率，同时也更好的让基层公安机关享受到大数据融合应用后的红利；其次提供“智能感知数据的整体采集解决方案”，解决大数据平台在融合好现有数据后仍然缺失数据的问题，通过部署公司的整体解决方案填补当前空缺的高价值数据。

2) 网吧行业产品线。主要提供 NET110 网络安全审计系统、NET110 公共场所无线上网信息安全系统和 NET110 实名认证登记系统，为网吧场所的安全管理提供整体的解决方案。

3) 互联网公共上网服务场所信息安全审计产品。为确保网民的上网安全，根据《中华人民共和国网络安全法》、公安部 33 号令第八条、82 号令第八条、《中华人民共和国刑法修正案(九)》、《中华人民共和国反恐怖主义法》、《计算机信息网络国际联网安全保护管理办法》、《互联网安全保护技术措施规定》等相关法律法规，互联网公共上网服务场所、公共无线上网场所需要落实相关网络安全保护技术措施。公司互联网公共上网服务场所信息安全审计产品通过安装“安全审计设备”或“嵌入式安全审计软件模块”，使得客户满足上述监管要求。

公共安全场所合规安全审计覆盖面处于国内领先地位。在公共安全业务方面，公司的公共网络安全解决方案的大数据平台产品及智能感知整体解决方案目前已经应用于 28 个省的 237 个地市和区县；网吧安全审计和实名登记解决方案覆盖 4 万余家网吧，近 500 万终端用户；互联网公共上网场所类在全国 317 城市安装审计设备达 38 万余台，涉及到的 17.7 万家非经营性上网场所，日均保障 230 多万智能终端安全上网，公共安全场所合规安全审计覆盖面处于国内领先地位。

1.3、网资管理板块由并购所得，目前主要服务工信主管部门和运营商

该板块主要服务通信行业及行业主管部门，正拓展服务网信主管部门。2017 年该板块营业收入 2.36 亿元，同比增长 35.16%，毛利率为 53.80%。2018 年上半年，实现营收 1.60 亿元，同比增长 67.70%，毛利率 46.14%。该业务主要由公司全资子公司北京亚鸿提供。2017 年 7 月，公司完成对亚鸿世纪 100% 股权收购，亚鸿世纪是一家专注于互联网空间数据管理、网络与信息安全及数据增值解决方案及服务的高科技公司，成立于 2001 年。截止到 2018 年 3 月，亚鸿公司员工近 400 人，在深圳和武汉设有研发中心。该板块业务包括以下三块：

1) IDC/ISP 信息安全解决方案。包括信息安全管理系统、接入资源管理系统和企业侧备案管理系统。信息安全管理系统可实现对运营商和接入商的互联网数据中心的基础资源管理、信息监测、信息过滤、网上行为管理、黑名单监测处理、行为分类功能，实现对各地互联网数据中心的统一监督管理。接入资源管理系统能为 IDC/ISP 用户提供优质经济的专业服务，减少企业的建设和维护成本，提升基础资源管理的准确性，为实现 IDC/ISP 机房信息科学管理提供技术支持和管理的支撑。企业侧备案管理系统采用先进成熟的云计算技术，为 IDC/ISP 用户提供优质经济的

备案服务，提升备案管理者的工作效率。

2) DNS 域名管控系统、互联网流量采集分析系统 (DPI)、互联网专线、不良信息管理系统、分级管理系统等。该类产品线主要根据国家有关部门对互联网安全审计及防治不良信息的政策要求，结合基础电信运营商的具体业务和技术特点，用于互联网非法信息防治和多项增值业务的集成技术平台。

3) 电信/互联网防欺诈。该产品基于大数据技术，依托公司在运营商的数据卡位，为客户提供电信/互联网防欺诈功能。2017 年，北京亚鸿根据客户痛点推出电信/互联网反欺诈系统，得到客户高度认可，该业务全年实现合同额 8,052 万元。

目前公司已为 25 省的通信管理局、18 省中国联通通信有限公司及其分支机构、19 省中国移动通信集团公司及其分支机构、6 省中国电信集团公司及其分支机构、14 省中国铁通集团有限公司及其分支机构、1300 余家 IDC/ISP 企业提供互联网信息安全综合管理解决方案。公司还积极承建工信部全国信息安全综合管理平台，形成工信部-通信管理局-运营商三级架构的信息安全防护体系。

1.4、舆情管理板块增速较快，市场前景广阔

舆情管理业务，公司也叫信息安全业务，是公司大力发展的业务之一，2017 年该板块营业收入 1.14 亿元，同比增长 108.33%，毛利率为 57.84%。2018 年上半年，实现营收 0.99 亿元，同比增长 108.33%，毛利率 58.33%。2017 年和 2018 年上半年均为增长最快的板块。该板块主要包括以下产品：

1) 天虎。该产品聚焦用户关注课题，基于超算数据中心，借力信息分析系统，依托资深服务团队，提供专业分析报告。

2) 天鹰。该产品基于关键字及语义进行预警，快速发现关注网络信息，通过特殊技术手段实现对互联网数据的整理、跟踪、分析，准确把握网络热点事件及关注事件的脉络。

3) 天眼。该产品专业针对微博等互联网平台进行重点监测、预警、研判及分析。

在舆情管理方面，公司与中国移动、中国联通、中国电信等客户建立长期合作，同时在海外市场突破多个国家级网络安全项目，树立了良好的国际口碑。

1.5、网络安全板块，机遇和挑战并存

网络安全业务既面临难得的发展机遇又面临着并不轻松的竞争和挑战。2017 年该板块营业收入 3213 万元，同比增长 6.14%，毛利率为 52.25%。2018 年上半年，实现营收 1988 万元，同比增长 89.36%，毛利率 63.83%。一方面，近几年来网络安全形势日趋严峻，网络安全事件频发，我国陆续颁布了一系列关于维护国家信息安全相关法律法规和政策，网络安全行业受益于国家和全社会对网络安全的日益重视。另一方面，由于网络安全产业已经发展了近 20 年，行业竞争加剧，网络安全产品同质化严重，行业销售渠道壁垒也相对较高，且传统网络安全产品面临来自云计算、大数据、物联网、人工智能等新技术的不断挑战。

1) 内网安全系列。主要有网络安全审计、上网行为管理、网络审计与风险管理中心等产品，面向校园、企事业单位等应用场景，通过对内部网络空间的行为、内容、流量进行审计、统计和分析，使网络行为高度可视化，管理者能深刻洞察单位内部上网情况，并针对性地制定对上网行为、流量的控制策略，实现高效规范的内部网络行为管控。

2) 边界安全系列。主要有下一代防火墙、入侵防御系统、虚拟防火墙、WEB 应用防火墙、应用交付等产品，针对日益严峻的网络安全态势，该系列产品可在内外网边界构筑多重网路安全防护屏障，为内外网之间的通信提供全方位的安全保障。

3) 云安全系列。主要有云运维安全审计、云应用加密网关等产品，通过对各种信息系统的全程运维审计，结合对云端应用数据传输加密等安全加固措施，有效解决了政府电子政务网、医疗平台、运营商云化改造、企业私有云/公有云等核心运维问题和数据安全问题。

4) 态势感知系列。主要有网络安全态势感知、网站监控预警、移动应用安全管理、移动新闻舆情监测等平台产品，融合多源、异构、海量安全数据，具备快速、高性能、关联分析和深度挖掘能力以及丰富、美观可定制的数据展示能力，从网络宏观整体安全态势细分至网站安全、移动安全、移动资讯舆情等各个方面，满足全方位的态势感知与监管需求。

2、网络娱乐作为公司外延式发展的有力尝试，为公司提供稳定

定利润来源

2013 年 8 月，公司在成都设立了全资子公司成都网娱互动网络科技有限公司，开始探索开展网络游戏业务，确立了以信息安全和网络游戏为主的发展战略。2015 年 8 月，公司成功完成了对唐人数码 100% 股权的收购，大力拓展游戏板块，唐人数码完成了 2014-2017 年业绩承诺。2017 年 1 月，公司现金收购泡椒思志 100% 股权并过户完成，公司的主营业务由原来的信息安全为主转型为信息安全和网络游戏为主的业务结构。

2.1、唐人数码聚焦棋牌游戏，泡椒网聚焦游戏推广和分发

网络游戏业务方面，主要有以下产品：

1) 唐人游。唐人游为唐人数码旗下以棋牌游戏为主，涵盖牌类、麻将类、棋类和休闲类四大类游戏的综合游戏平台，于 2006 年 3 月开始上线运营。截止 2018 上半年末，唐人游的累计注册用户已达 855.19 万人，2018 年上半年月均活跃人数约为 4.74 万人，月均付费用户数约为 0.91 万人。为了应对用户的终端习惯从传统的 PC 终端向移动终端转变，唐人数码积极布局移动游戏市场，推出唐人手游项目，唐人手游主要以自主研发手机 APP 游戏为主，2017 年 3 月开始上线运营第一款《江苏麻将》，后续研发出共 10 款以麻将游戏为主的手机游戏 APP，手游的累计注册用户已达 8 万人，2018 年月均对局数约为 17.5 万局，日均活跃用户约 0.54 万人。

2) 6998 平台。6698 游戏平台是由唐人数码旗下全资子公司争渡科技所运营的综合服务平台，于 2013 年 6 月正式上线，其主要方向为联合发行其他厂商的网页游戏和自主运营唐人数码及子公司的游戏。截止 2017 年末，6998 平台的累计注册用户已达 359 万人，2017 年年度月均活跃人数约为 4.2 万人，月均付费用户数约为 0.34 万人。

3) 争渡游戏。争渡游戏主要以自主研发大型 3D 游戏为方向，2017 年上线运营了《渡仙名将》游戏，并与国内优秀的运营平台追趣、凤凰网、搜狗游戏等合作运营。截止 2017 年末，《渡仙名将》游戏累计运营流水达 5,525 万元。

4) 泡椒网。泡椒网为泡椒思志旗下独立运营的手机游戏运营平台，其主要业务模式是利用平台的用户资源为游戏联运及应用厂商等提供推广、分发服务。截止

2018年上半年末，累计注册用户达1,810万（2017年末为362万），月均活跃用户数75万，月均付费用户数约为8万。

5) 任网游。主要包含网吧计费业务、增值业务及网吧实名认证业务，为全国大中小型的网吧运营管理提供了很好的解决方案，同时保证了实名制上网的有效执行及监管。

2.2、文娱业务发展平稳，为公司提供稳定的利润支撑

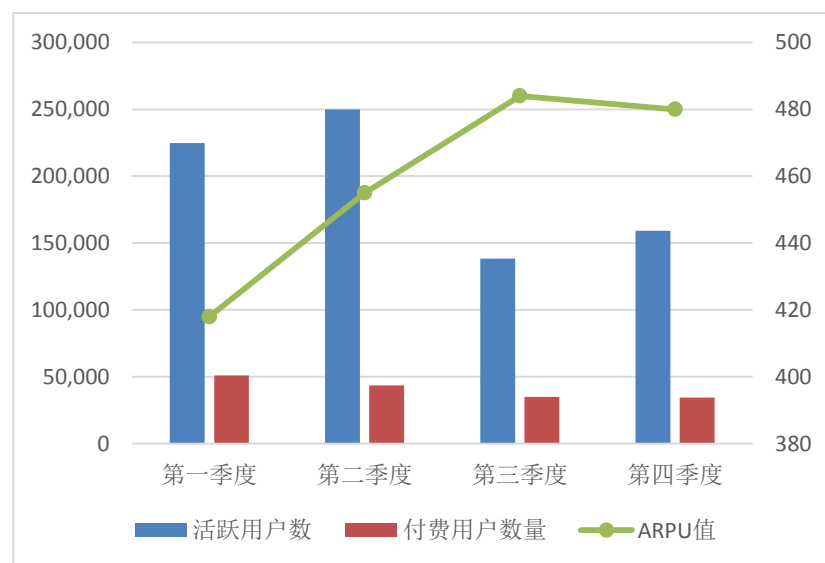
2017年，文娱业务实现营收3.99亿元，同比增长25.17%，毛利率为51.81%。营收占比37.07%，主营利润占比37.20%。2018年上半年，文娱业务实现营收1.66亿元，同比下降17.46%，毛利率为36.84%。营收占比30.18%，主营利润占比25.09%，业绩均呈现下降趋势。我们分析认为主要受手游市场冲击影响，目前公司也在积极布局手游市场，推出唐人游棋牌手游项目，预计文娱业务保持稳健发展，可为公司发展提供稳定的现金流和利润支撑。

表2：2017年公司主要游戏基本情况

游戏名称	游戏类型	运营模式	收费方式	收入	收入占游戏业务收入的比例	推广营销费用	推广营销费用占游戏推广营销费用总额的比例	推广营销费用占主要游戏收入总额的比例
唐人游	棋牌游戏	平台运营	服务费	73,048,516.06	67.00%	5,985,658.26	61.00%	8.00%
狂暴之翼	ARPG	联运	玩家充值	54,981,970.00	18.00%	34,421,447.00	22.00%	63.00%
青云诀	MMO	联运	玩家充值	36,858,930.00	12.00%	18,234,986.00	12.00%	49.00%
望仙	MMO	联运	玩家充值	18,269,296.00	6.00%	7,782,319.00	5.00%	43.00%
猎魔战歌	ARPG	联运	玩家充值	9,581,763.00	3.00%	5,796,456.00	4.00%	60.00%

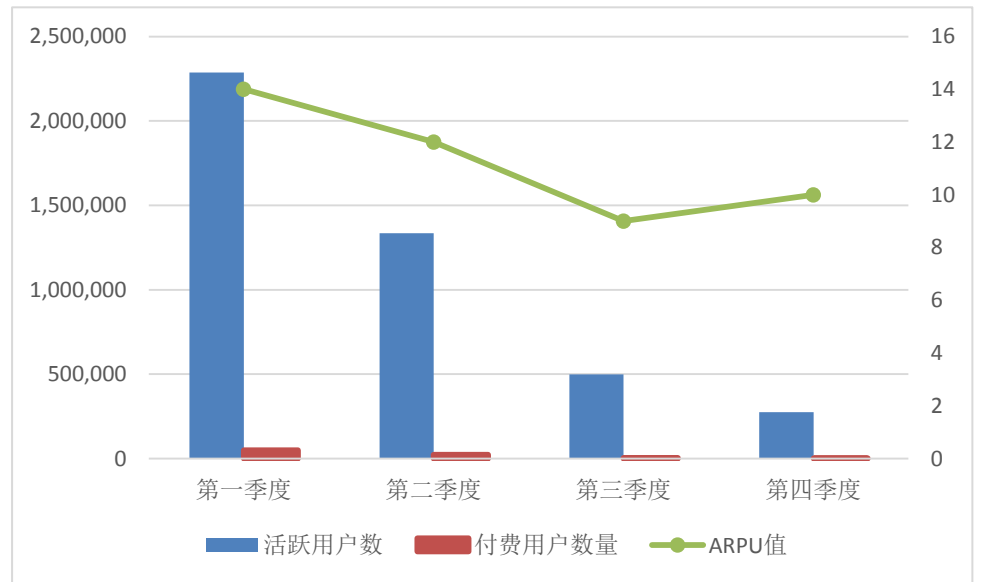
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图1：唐人游2017年分季度运营数据



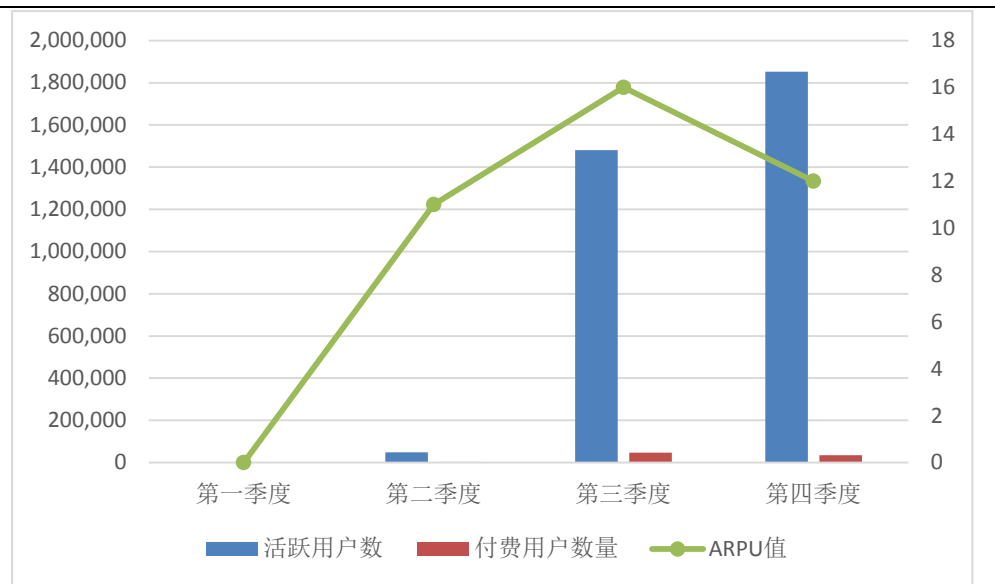
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2：狂暴之翼2017年分季度运营数据



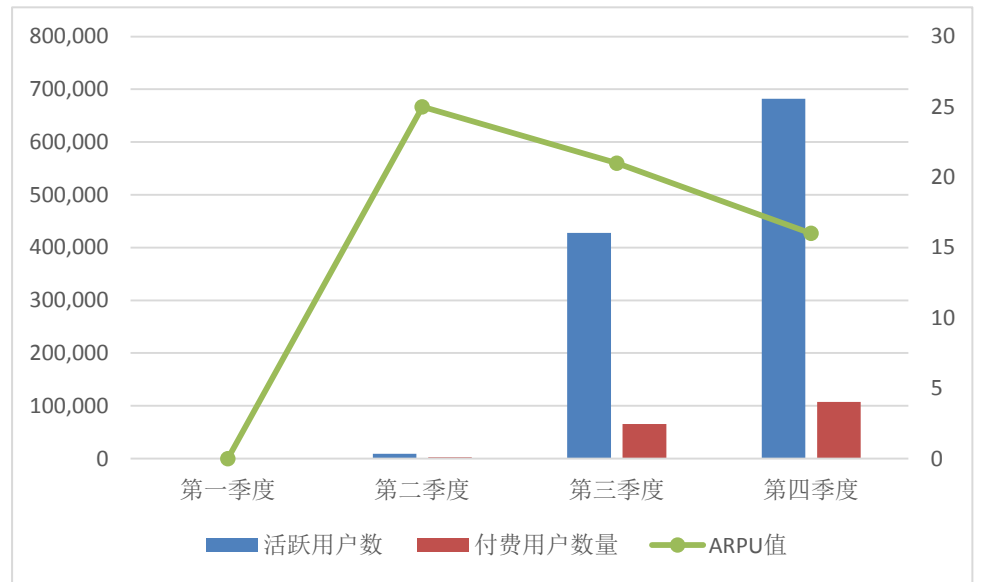
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3： 青云诀 2017 年分季度运营数据



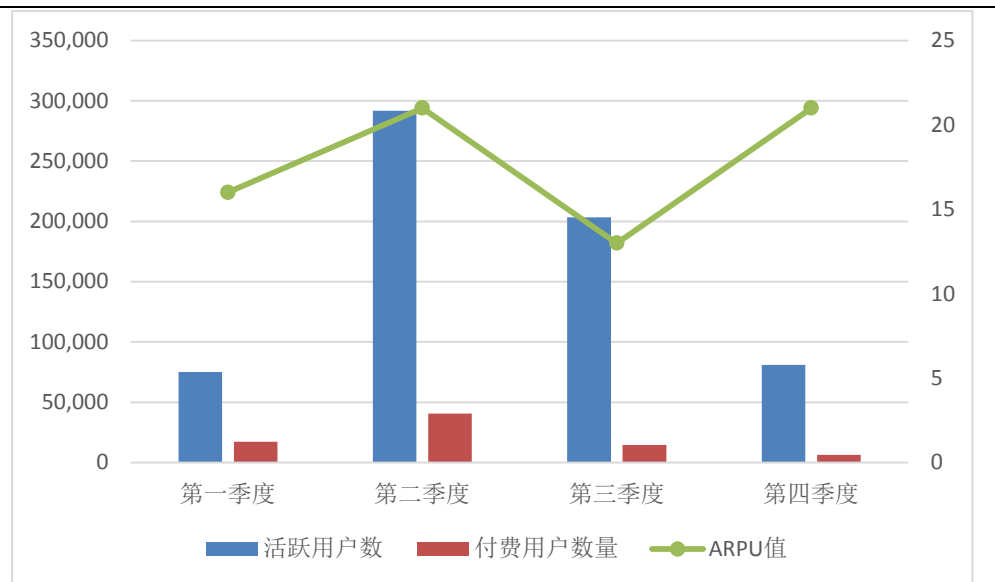
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图4： 望仙 2017 年分季度运营数据



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图5： 猎魔战歌 2017 年分季度运营数据



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3、 营收持续稳步增长， 聚焦和强化网络安全业务

3.1、 营业收入近四年复合增长率达 44.74%

外延拓展促业绩持续高增长。公司 2014-2017 年营业收入分别为 29,678.01、35,991.24、66,285.98、107,690.81 万元，年复合增长率为 44.74%。公司上市以来通过“内生+外延”式发展战略，先后收购博海通讯、唐人数码、北京亚鸿、泡椒思志等公司股权，拓展公司业务版图。公司在 2018 年度经营工作计划中，提到将**聚焦和强化网络安全业务**。

网络信息安全板块不断发力。2018 年上半年，公司完成营业收入 54,865.17 万元，同比增长 19.31%，增速有所放缓，主要因为公共安全板块和文化娱乐板块营收同比负增长拖累，公司网络安全、信息安全、网资管理三大板块继续保持高速增长。

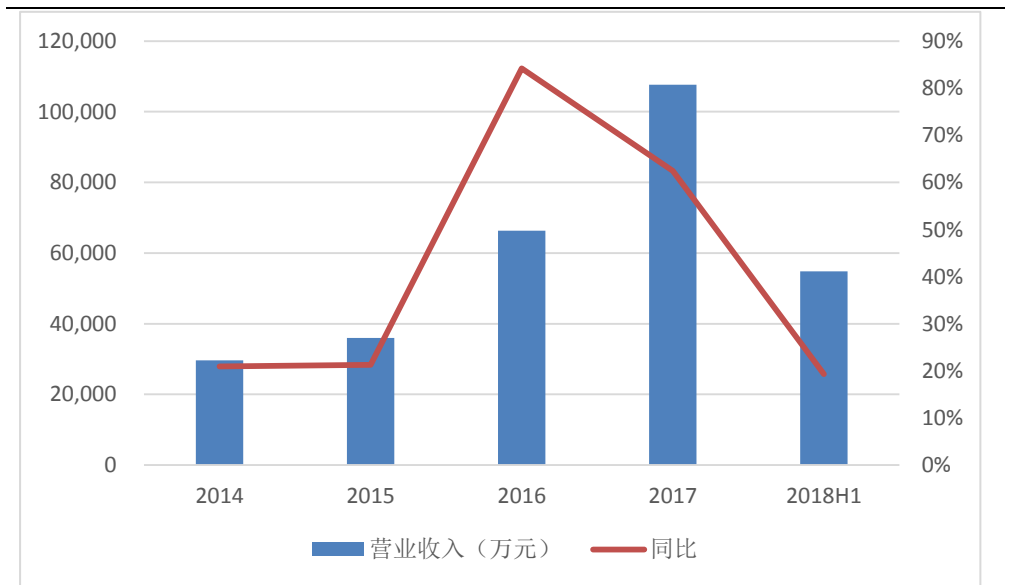
长，增速分别为 89.36%、108.33%以及 67.70%。我们分析认为主要原因来自，一方面公司更加聚焦和强化网络安全业务，加大研发投入和产品优化，加强市场推广力度，另一方面，网络信息安全板块的高增速受益于国家和社会对网络安全的日益重视，全社会网络安全投入持续保持快速增长。

表3: 2012-2017 年公司主要并购情况

首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)
2017/7/21	北京亚鸿 44% 股权	18392
2016/12/24	泡椒思志 100% 股权	41000
2016/8/9	云盈网络 15% 股权	150
2015/9/8	云安宝科技 10% 股权; 三思网安 30% 股权	1000
2015/6/30	中新赛克 4.1% 股权	4898.14
2015/3/24	亚鸿科技 51% 股权	1500
2014/9/2	唐人数码 100% 股权	60256
2012/6/6	博海通讯 51% 股权	1984

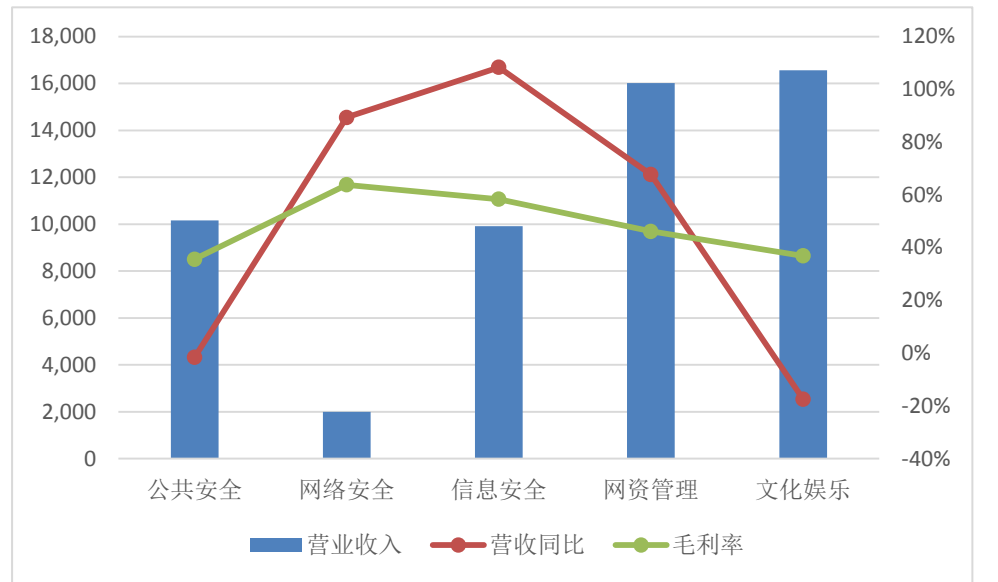
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图6: 公司 2014-2018H1 营业收入及同比



资料来源: 公司公告, wind, 新时代证券研究所

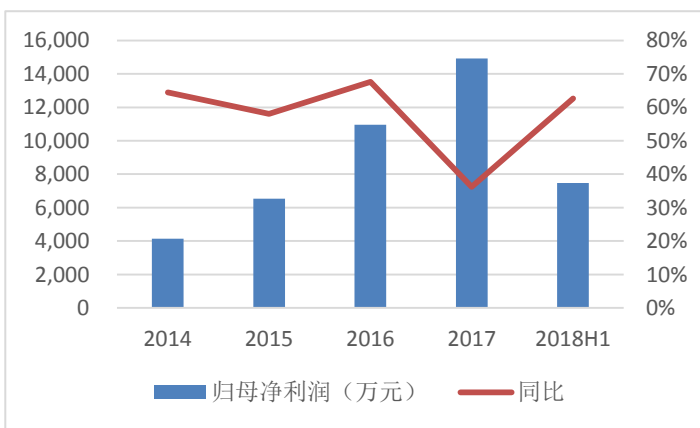
图7: 公司 2018 年上半年各业务营收、同比及毛利率情况



资料来源：公司公告，wind，新时代证券研究所

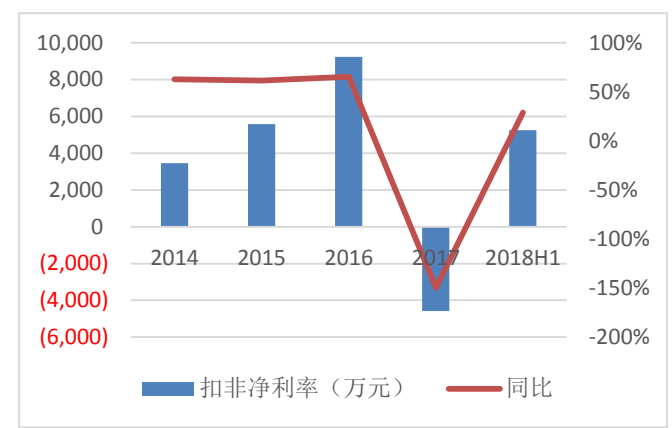
归母净利润近四年复合增长率达 56.10%。公司 2014-2017 年营业收入分别为 4,135.62、6,537.11、10,954.94、14,926.81 万元，年复合增长率为 56.10%。2018 年上半年，公司归母净利润为 7470.75 万元，同比增长 62.65%，扣非净利润 5243 元，同比增长 28.64%，归母净利润增速大于营业收入增速主要由于上半年公司以政府补助为主的非经常性损益同比增幅较大所致。2017 年扣非净利润出现负增长主要由于公司对无需支付的预计负债金额 20,002 万元全额计入营业外收入，同时对商誉计提减值准备 20,002 万元，此事项对公司整体的净利润不产生影响。

图8： 公司 2014-2018H1 归母净利润及同比



资料来源：公司公告，wind，新时代证券研究所

图9： 公司 2014-2018H1 扣非净利润及同比



资料来源：公司公告，wind，新时代证券研究所

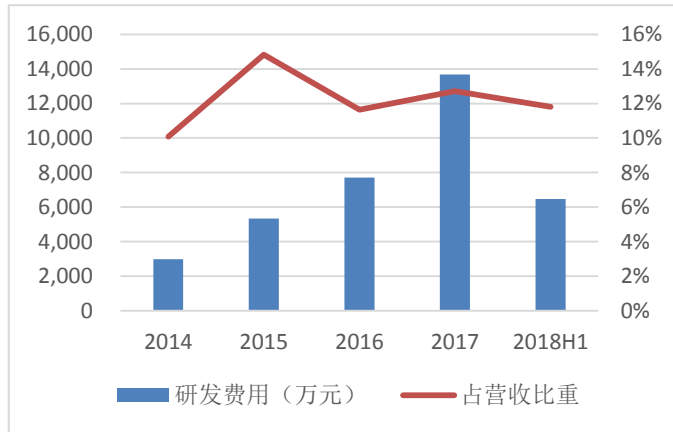
3.2、研发投入占比保持在 10%以上，毛利率有望止跌企稳

保持较高的研发投入。公司所处行业为技术密集型行业，公司自成立以来一直重视研发投入，2014-2018H1 公司的研发投入占营收比例一直保持在 10% 以上，并陆续在深圳、北京、武汉、成都建立了四大研发基地，研发人员占整个公司员工总数的 40% 以上。作为国家信息安全支撑性单位，任子

行还参与制订国家多部委多项网络信息安全行业标准，包括国家公安部、工信部等，同时通过参与行业标准的制定，引领行业发展方向。

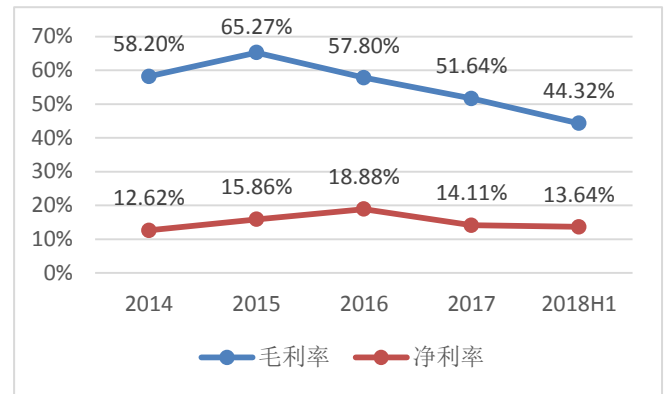
毛利率有望止跌回升。2015-2018H1 年公司毛利率呈下降趋势，主要由于公司文化娱乐、信息安全板块毛利率下滑所致。随着公司不断聚焦网络信息安全业务，网络安全的毛利率高于其他板块，其占营收比重有望持续增加，公司整体毛利率有望止跌回升。

图10: 公司 2014-2018H1 研发费用及占营收比重



资料来源: 公司公告, wind, 新时代证券研究所

图11: 公司 2014-2018H1 毛利率和净利率情况

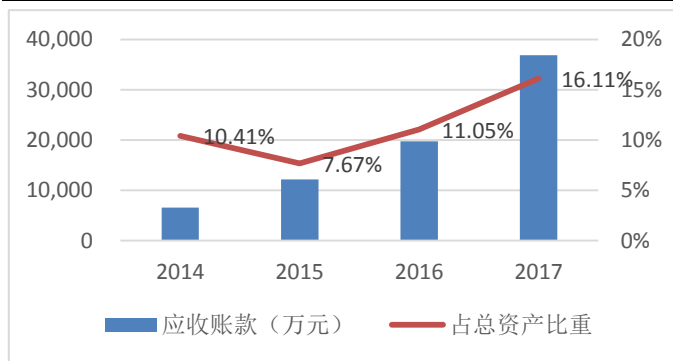


资料来源: 公司公告, wind, 新时代证券研究所

3.3、应收账款和存货风险可控

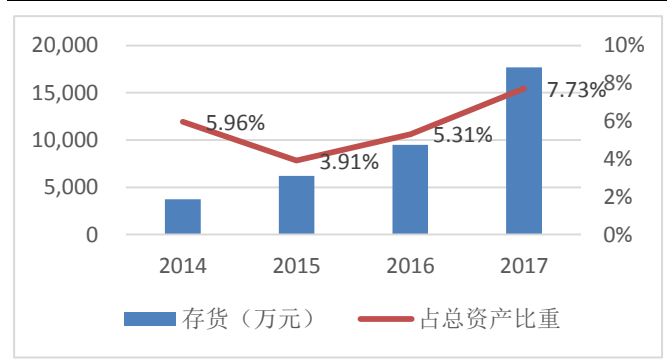
2014-2017 年, 公司应收账款和存货规模随营收增长相应扩大。其中 2017 年末, 应收账款 3.69 亿元, 应收账款周转率为 3.80, 在同行业中处于中上游水平, 由于公司政府和事业单位客户居多, 应收账款回收风险总体可控。2017 年末公司存货 1.77 亿元, 存货占总资产比重为 7.73%, 占比不高。

图12: 公司 2014-2018H1 归母净利润及同比



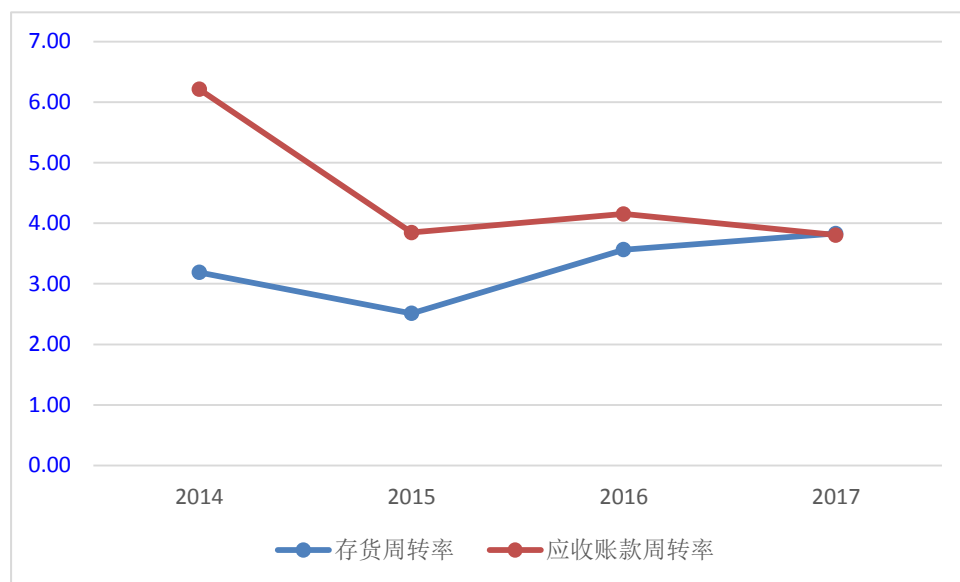
资料来源: 公司公告, wind, 新时代证券研究所

图13: 公司 2014-2018H1 扣非净利润及同比



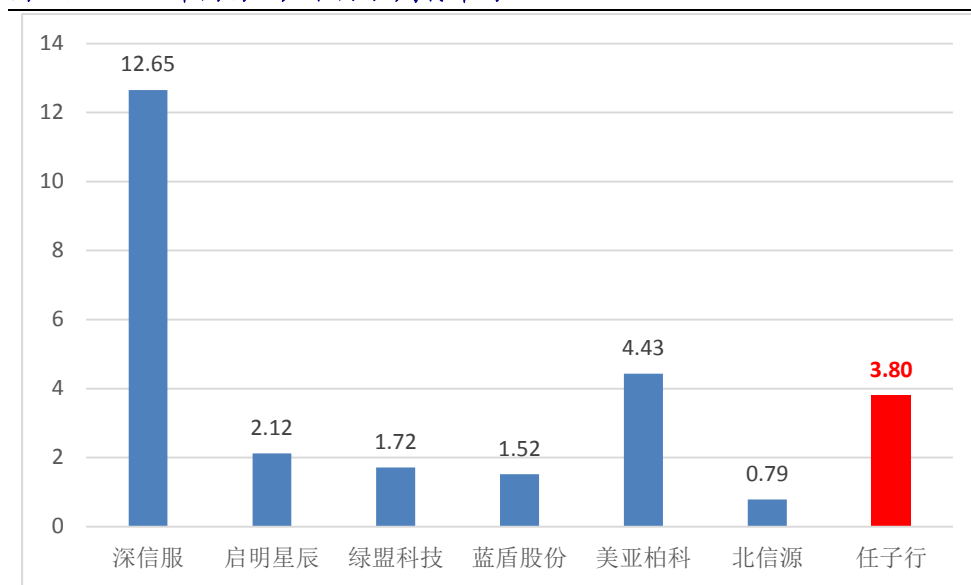
资料来源: 公司公告, wind, 新时代证券研究所

图14: 2014-2017 年公司存货周转率和应收账款周转率



资料来源：公司公告，wind，新时代证券研究所

图15： 2017年同行业应收账款周转率对比



资料来源：公司公告，wind，新时代证券研究所

4、投资建议

我们看好公司聚焦网络信息安全业务战略，公司网络安全、信息安全、网资管理板块保持快速增长势头，且具有较大的市场前景，预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.89、2.44 和 3.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.28、0.36 和 0.46 元。首次覆盖给予“推荐”评级。

5、风险提示

业务拓展不及预期，政策风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	670	934	1006	1424	1593	营业收入	663	1077	1378	1743	2163
现金	330	321	391	495	614	营业成本	280	521	676	845	1038
应收账款	197	369	356	561	577	营业税金及附加	7	11	12	16	21
其他应收款	12	17	20	27	31	营业费用	101	168	210	269	331
预付账款	25	32	41	52	63	管理费用	154	224	289	366	454
存货	95	177	176	266	276	财务费用	-2	4	7	7	10
其他流动资产	11	18	23	25	32	资产减值损失	20	227	0	0	0
非流动资产	1117	1355	1451	1553	1649	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	9	18	26	34	43	投资净收益	8	2	2	3	4
固定资产	177	179	270	366	457	营业利润	111	-38	187	243	312
无形资产	10	19	17	14	11	营业外收入	26	205	26	31	35
其他非流动资产	921	1138	1138	1138	1138	营业外支出	1	0	1	1	1
资产总计	1787	2289	2458	2978	3242	利润总额	137	167	212	273	347
流动负债	272	787	765	1066	1041	所得税	12	15	19	25	32
短期借款	0	175	270	226	288	净利润	125	152	193	248	315
应付账款	113	240	219	355	349	少数股东损益	16	3	3	4	6
其他流动负债	158	372	276	484	404	归属母公司净利润	110	149	189	244	310
非流动负债	244	217	217	217	217	EBITDA	149	193	241	312	395
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.16	0.22	0.28	0.36	0.46
其他非流动负债	244	217	217	217	217						
负债合计	515	1004	981	1282	1258						
少数股东权益	34	61	65	69	75	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	448	448	680	680	680	成长能力					
资本公积	506	337	117	117	117	营业收入(%)	84.2	62.5	28.0	26.5	24.1
留存收益	312	439	602	813	1081	营业利润(%)	140.2	-133.7	597.2	30.0	28.8
归属母公司股东权益	1237	1224	1412	1627	1910	归属于母公司净利润(%)	67.6	36.3	26.8	28.8	27.1
负债和股东权益	1787	2289	2458	2978	3242	获利能力					
						毛利率(%)	57.8	51.6	51.0	51.5	52.0
						净利率(%)	16.5	13.9	13.7	14.0	14.3
						ROE(%)	9.8	11.8	13.0	14.6	15.9
						ROIC(%)	8.9	9.5	10.3	12.1	13.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.8	43.9	39.9	43.1	38.8
						净负债比率(%)	-23.7	(11.4)	(8.2)	(15.8)	-16.4
						流动比率	2.5	1.2	1.3	1.3	1.5
						速动比率	2.1	1.0	1.1	1.1	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	4.2	3.8	3.8	3.8	3.8
						应付账款周转率	3.2	2.9	2.9	2.9	2.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.16	0.22	0.28	0.36	0.46
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.38	0.15	0.47	0.35
						每股净资产(最新摊薄)	1.82	1.80	2.08	2.39	2.81
						估值比率					
						P/E	39.42	28.93	22.82	17.73	13.95
						P/B	3.49	3.53	3.06	2.65	2.26
						EV/EBITDA	27.46	23.0	18.6	13.9	10.8

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	92	202	104	319	235
净利润	125	152	193	248	315
折旧摊销	22	25	26	37	49
财务费用	-2	4	7	7	10
投资损失	-8	-2	-2	-3	-4
营运资金变动	-65	8	-120	30	-135
其他经营现金流	20	14	0	0	0
投资活动现金流	-116	-230	-120	-136	-141
资本支出	79	25	88	94	87
长期投资	-30	-31	-8	-8	-8
其他投资现金流	-67	-236	-41	-51	-62
筹资活动现金流	4	17	-8	-36	-37
短期借款	0	175	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	149	-0	232	0	0
资本公积增加	-139	-168	-220	0	0
其他筹资现金流	-6	11	-20	-36	-37
现金净增加额	-20	-11	-25	147	57

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田杰华，复旦大学电子工程系本科、硕士。曾先后任职于交通银行总行、中国银河证券投资研究总部。2017年加入新时代证券研究所。2016年新财富最佳分析师计算机第7名团队核心成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕苒琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>