

日期: 2019年12月20日
行业: 软件和信息技术服务业



网络安全系统平台和安全服务提供商

分析师: 滕文飞
Tel: 021-53686151
E-mail: tengwenfei@shzq.com
执业证书编号: S0870510120025

IPO 发行价 RMB56.88 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 12.80
发行后总股本 (百万股) 51.18
发行方式 战略配售
网下询价
上网定价
保荐机构 天风证券

主要股东 (2019-12-19)

钟竹 26.30%
石河子市峻盛股权投资合伙企业 (有限合伙) 14.07%
苏长君 6.33%

收入结构 (2018Y)

产品销售 95.66%
安全服务 4.34%

报告编号: TWF19-NSP02

投资摘要

公司是网络安全系统平台和安全服务提供商

公司依托于自主开发的应用层可视化网络安全原创技术, 围绕核心 ABT SPOS 网络安全系统平台, 为业界众多网络安全产品提供操作系统、业务组件、分析引擎、关键算法、特征库升级等软件支撑及相关的技术服务。公司主要客户包括华为、新华三、星网锐捷、卫士通、启明星辰、360 网神、任子行、绿盟科技、太极股份、荣之联、中国电信系统集成、迈普通信等知名产品与解决方案厂商。季报显示, 公司营业收入 1.27 亿元, 同比增长 22.81%, 实现归母净利润 0.22 亿元, 同比增长 128.54%。实现扣非归母净利润 0.22 亿元, 同比增长 149.62%。

网络安全行业空间广阔

根据赛迪顾问股份有限公司发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》, 2018 年, 中国云安全市场规模达到 37.8 亿元, 增长率为 44.8%。公有云的多租户共享场景将导致可信边界的弱化, 威胁的增加, 因此构建基于云的纵深防护体系成为应对公有云安全威胁的重要手段。公司将持续围绕网络安全领域的安全网关、安全管理与下一代信息网络适用三个细分市场进行深耕和发力。

募集资金净额 6.70 亿主要用于网络安全产品研发等项目

公司发行价 56.88 元, 发行市盈率 48.52 倍, 募集资金净额 670,47.58 万元。募集资金将主要用于深度网络安全嵌入系统升级与其虚拟资源池化, 安全可视化与态势感知平台研发及产业化项目等。

风险提示

包括但不限于业务模式风险, 市场竞争加剧风险, 客户集中度较高风险, 应收账款增加及发生坏账的风险等。

盈利预测

我们预计 2019-2021 年实现收入 2.52 亿元、3.16 亿元、3.92 亿元, 分别增长 28.95%、25.25%、24.31%, 归母净利润分别为 0.73 亿元、1.00 亿元、1.32 亿元, 同比增长 19.29%、36.39%、31.31%, 相应的稀释后每股收益为 1.44 元、1.96 元和 2.57 元。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	195.35	251.91	315.52	392.23
年增长率	29.58%	28.95%	25.25%	24.31%
归属于母公司的净利润	61.55	73.42	100.14	131.50
年增长率	70.75%	19.29%	36.39%	31.31%
每股收益 (元)	1.170	1.435	1.957	2.569
PER (X)	87.31	70.94	52.12	39.76

注: 有关指标按当年股本摊薄

一、网络安全系统平台和安全服务提供商

1.1 公司是国内领先的网络安全系统平台与服务提供商

公司依托于自主开发的应用层可视化网络安全原创技术，围绕核心 ABT SPOS 网络安全系统平台，为业界众多网络安全产品提供操作系统、业务组件、分析引擎、关键算法、特征库升级等软件支撑及相关的技术服务。公司主要客户包括华为、新华三、星网锐捷、卫士通、启明星辰、360 网神、任子行、绿盟科技、太极股份、荣之联、中国电信系统集成、迈普通信等知名产品与解决方案厂商。

2019 年三季报显示，公司营业收入 1.27 亿元，同比增长 22.81%，实现归母净利润 0.22 亿元，同比增长 128.54%。实现扣非归母净利润 0.22 亿元，同比增长 149.62%。

图 1 公司近年收入、利润及增长概况

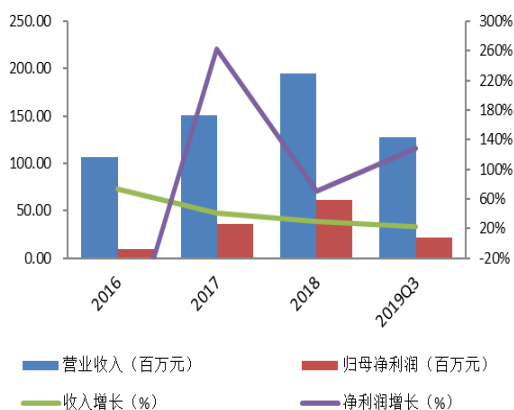
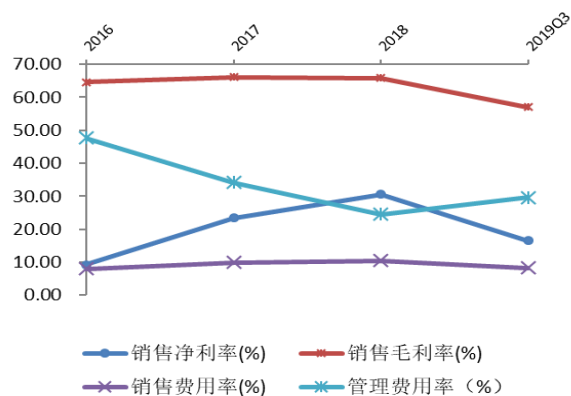


图 2 公司近年净利润率、毛利率及费用率概况



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

1.2 网络安全行业发展情况

根据赛迪顾问股份有限公司发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，2018 年，中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，增长率为 44.8%。公有云的多租户共享场景将导致可信边界的弱化，威胁的增加，因此构建基于云的纵深防护体系成为应对公有云安全威胁的重要手段。私有云、行业云领域，众多厂商积极在云安全资源池、云工作负载保护平台等重点领域加速布局，公有云领域，公有云安全防护发展态势持续向好，领域生态初步成型。

图 3 2016-2021 年中国云安全市场规模与增速（单位：亿元）



数据来源：公司招股书 赛迪顾问 上海证券研究所

在“互联网+”时代，物联网发展迅猛，正加速渗透到生产、消费、安防和社会管理等各领域，物联网设备规模呈现爆发性增长趋势，万物互联时代正在到来。物联网给我们的工作和生活带来便捷的同时，也带来了风险。物联网安全事件从国家、社会、个人层出不穷，物联网设备、网络、应用面临严峻的安全挑战。物联网安全将成为万亿规模市场下的蓝海“潜力股”，2018 年中国物联网安全市场规模达到 88.2 亿元，增速达到 34.7%。

图 4 2016-2021 年中国物联网安全规模及增速（亿元）



数据来源：公司招股书 赛迪顾问 上海证券研究所

2018 年，对制造、通信、能源、市政设施等关键基础领域的攻击事件频频发生，受到攻击的行业领域不断扩大，造成后果也愈加严重，工业互联网安全的市场关注度随之提升。随着智能制造和工业互联网推进政策的不断出台，政府及企业开始逐步重视对工业互联网安全的投入，工业互联网市场具有较快的增长率。据赛迪顾问发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，2018 年中国工业互联网安全市场规模达到 94.6 亿元。

图 5 2016-2021 年中国工业互联网安全市场规模与增长 (亿元)



数据来源：公司招股书 赛迪顾问 上海证券研究所

根据腾讯发布的《2018 年 IoT 安全威胁分析报告》显示，2018 年 IoT 设备增长迅猛，全球的设备数量已经达到 70 亿台，如果保持每年 20% 左右的增长速度，预计 2020 年将达到 99 亿台。在所有 IoT 设备中，路由器、摄像头和智能电视是被攻击频率最高的三款 IoT 设备，占比分别达到 45.47%、20.71% 和 7.61%。由于拥有 IoT 设备数量众多，且很多设备存在漏洞和弱口令，相互攻击感染问题严重，导致我国成为全球 IoT 攻击最频发的国家，同时也是最大的受害国（占总攻击的比例达到 19.73%）。

在 5G 及 IoT 领域，终端数量极其庞大，当大量的终端设备遭到入侵控制后，攻击者可以利用这些设备进行 DDos 攻击或进行恶意挖矿，造成物联网设备上的正常业务受到影响。更严重的是，这些遭受入侵的物联网设备还会在暗网上被挂出，出租 DDoSaaS (DDoS as a Service) 服务，被当作跳板进行更多攻击，给组织和个人带来大量损失。

从共性上分析，IoT 安全有以下几个方向，分别是：软件版本安全、终端类型准入、流量访问控制、安全威胁检测、调度平台对接等。IoT 的各个方向已经发展成较为独立的领域，在各个领域上安全需求有所区别。随着未来 5G 及 IoT 物联网领域的发展，其将为未来 IoT 安全市场带来巨大的空间。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

安博通在网络安全领域深耕多年，在我国网络安全特别是安全管理可视化领域具有较明显的领先优势。从 2015 年开始，公司连续多年入选中国信息安全企业 50 强；2017 年 7 月，国内知名信息安全媒体安全牛发布的《新一代 SOC 研究报告市场指南》报告中指出，安博通成为当前市场主流的新一代 SOC 厂商。

2017年10月，全球领先的专业市场调查咨询服务提供商 IDC 发布了报告《中国安全管理平台（SOC）市场份额，2016：SOC 的创新、融合、升级》，经过对网络安全行业所有涉及 SOC 业务的公司进行调研，北京安博通科技股份有限公司在此次调研中入选 2016 年中国安全管理平台（SOC）市场份额排行榜，位居第八。

公司坚持以“看透安全，体验价值”的技术理念为核心，专注于网络安全核心软件产品的研究、开发、销售以及相关技术服务，致力于为用户提供完备的产品和解决方案。未来公司将继续专注于网络安全领域，特别是在安全网关、安全管理与下一代信息网络适用三个细分市场，紧紧把握国家网络安全发展战略脉搏，密切跟踪未来技术发展趋势和市场需求，通过完善和优化自身的技术研发体系及创新机制，进一步巩固和扩大在国内网络安全行业的优势，提升网络安全产品领域的创新能力和市场份额，努力成为中国网络安全产业的顶尖安全能力提供者。

1.4 公司的竞争优势

技术先进性：2015年，公司实现了安全策略路径相关核心算法的突破，在2017年将10000节点规模大型网络的策略路径计算时间控制在5-10分钟，达到了国外竞争对手同等级水平；同时，公司投入研发大数据算法方向，将安全资产、恶意行为、流量威胁和策略路径四类数据进行综合分析，进行关键参数的不断调整和验证，给出了整网暴露攻击面的较准确的算法，在国内尚未有竞争对手实现同类方案。依托于策略路径和攻击面分析两项核心技术算法的突破，公司在国内率先推出了4D攻击面可视化产品和解决方案，为包括金融行业、电信运营商、军队等核心行业提供具有自有知识产权的产品和解决方案，使之在该方向上避免了只能选用国外产品或解决方案的现状，规避了网络核心信息泄露的风险。公司产品及解决方案进入成熟稳定阶段，该方案形成的产品已连续两年入选工信部“网络安全试点示范项目”，2019年入选工信部网络安全技术应用试点示范项目。凭借硬件无关化技术，安全网关产品已经在MIPS多核、x86、ARM以及国产的龙芯、申威、飞腾6种架构的数十款硬件上实现产品化，同时也在KVM、VMware、Xen3种主流虚拟化平台上实现产品化。在国产自主可控产品方面，不同的厂商客户跟随了不同的硬件体系路线，公司将安全网关产品以软件形态部署在龙芯、申威、飞腾三种不同的体系架构中，推出了满足自主可控要求的国产防火墙、网络安全审计和入侵防御产品。

经营模式创新性：公司定位于做网络安全能力的提供者、上游软件平台与技术提供商，将网络安全产品与服务提供给各大产品与

解决方案厂商，由合作伙伴交付给最终用户。一方面，公司不与华为、新华三、启明星辰、绿盟科技等行业内实力较强的专业产品厂商直接竞争，而为上述公司提供软件系统平台、引擎、特征库等技术与服务；另一方面，公司通过与太极股份、中国电信系统集成、荣之联等网络安全解决方案厂商合作，将自身产品应用于客户承接的信息化项目或网络安全防护体系。公司注重产业生态的维护，坚持合作为主的经营模式，将产品与服务提供给产品与解决方案厂商，该定位发挥了公司自身技术和研发的优势，规避了市场竞争与冲突，积累了一批优质的战略合作伙伴。

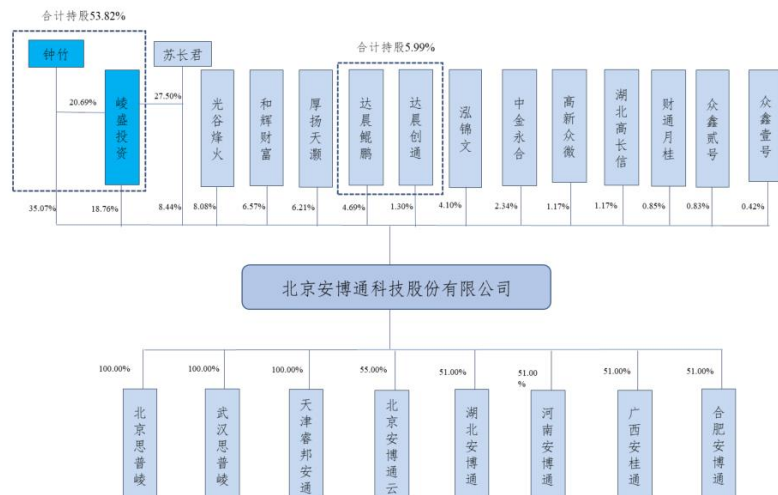
二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

安博通有限成立于 2007 年 5 月 25 日，注册资本为 50.00 万元，设立时公司名称为北京永顺达文化传播有限公司，后于 2011 年 8 月 1 日名称变更为北京安博通科技有限公司。2016 年 5 月 4 日，整体变更为股份有限公司。2016 年 11 月 8 日，公司正式在股转系统挂牌并公开转让，转让方式为协议转让，证券代码为 839570，证券简称“安博通”。

钟竹直接持有公司 13,460,000 股，占公司股本总额的 35.07%；通过峻盛投资间接持有公司 1,489,496 股，占公司股本总额的 3.88%，钟竹直接和间接合计持有公司股份 14,949,496 股，占股本总额的比例为 38.95%。同时，钟竹通过峻盛投资控制公司表决权占总表决权比例为 18.76%，直接及间接控制公司表决权占总表决权比例为 53.82%，为公司的控股股东及实际控制人。

图 6 发行前公司股权结构

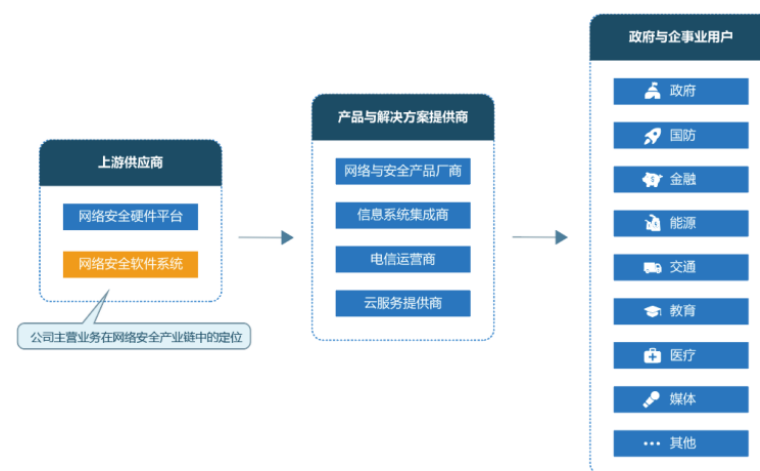


数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司主营业务为网络安全核心软件产品的研究、开发、销售以及相关技术服务，为网络安全行业网络安全系统平台与安全服务提供商。在网络安全行业中，公司依托于自主开发的应用层可视化网络安全原创技术，为业界众多网络安全产品提供操作系统、业务组件、分析引擎、关键算法等软件产品及相关的技术服务。安博通坚持核心技术自主创新，把业务聚焦到自身擅长的技术研发领域，是网络安全能力输出者、上游软件平台与技术提供商，公司将网络安全产品与服务提供给各大产品与解决方案厂商，由合作伙伴交付给政府与企事业单位等最终用户，是网络安全行业“厂商的厂商”。

图 7 公司业务在网络安全产业链定位



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2016~2019 年 Q3 公司主营业务收入分别为 1.06 亿元、1.51 亿元、1.95 亿元、1.27 亿元，2017~2019H1 分别同比增长 41.77%、29.58%、22.81%，2016~2018 年安全网关产品销售收入分别为 0.98 亿元、1.21 亿元、1.62 亿元，占比为 92.35%、80.30%、82.76%。

2016~2019 年 Q3 公司归母净利润分别为 0.1 亿元、0.36 亿元、0.62 亿元、0.22 亿元，分别同比增长 262.07%、70.75%、128.54%。

根据三季报，公司前三季度营业收入 1.27 亿元，同比增长 22.81%，归母净利润 0.22 亿元，同比增长 128.54%，扣非归母净利润 0.216 亿元，同比增长 149.62%。

图 8 公司近年收入及增长概况

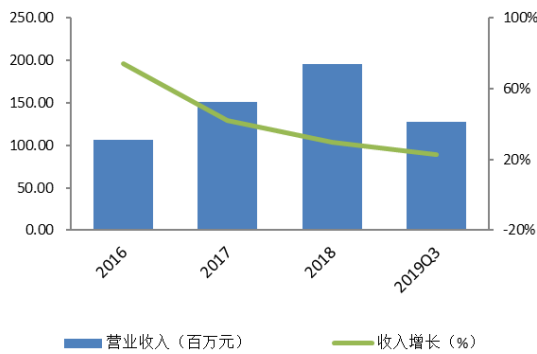
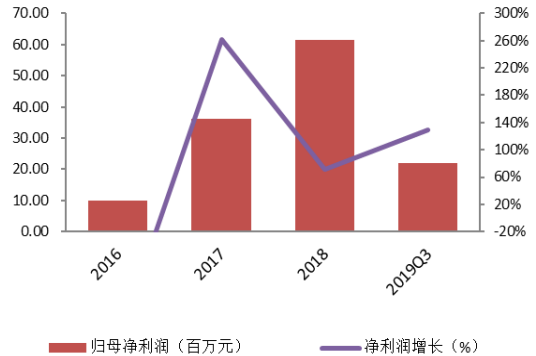


图 9 公司近年归母净利润及增长情况



数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 10 公司主要产品收入结构

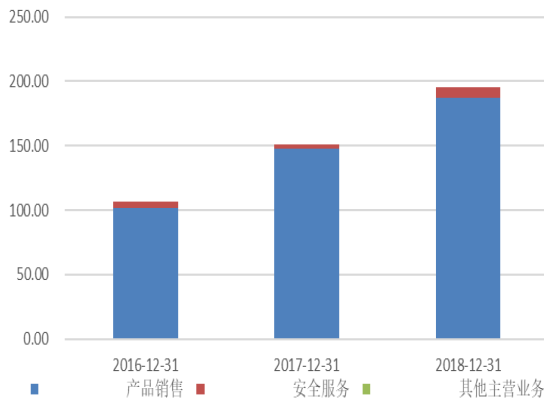
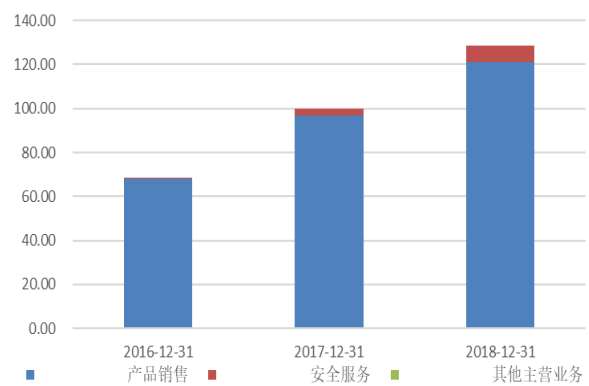


图 11 公司主要产品利润结构



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

2016~2019Q3，公司主营业务综合毛利率水平分别为 64.60%、66.15%、65.88%和 57.09%，在营业收入不断增长的同时，综合毛利率整体维持在较高水平，表明公司产品的具有较强的市场竞争力。

公司产品和服务主要包括安全网关产品、安全管理产品和安全服务，其中安全网关是公司成熟核心业务，毛利率随产品结构的变化有所变动。安全管理产品是公司顺应新时代网络安全智能化与可视化需求推出的新产品，毛利率较高但受产品销售形式的影响有所波动。安全服务是公司满足客户多样化需求开展的业务，总体服务项目较少且单个项目差异较大，因此安全服务的毛利率波动较大。

表 1 公司分业务毛利率

项目	2019H1	2018	2017	2016
安全网关产品	58.80%	59.50%	61.51%	65.27%
其中：嵌入式安全网关	71.28%	73.17%	74.69%	78.51%
虚拟化安全网关	21.98%	28.75%	25.35%	23.95%
安全服务	86.64%	87.83%	94.04%	18.23%
安全管理产品	94.24%	99.42%	83.91%	100%
合计	62.78%	65.88%	66.15%	65.60%

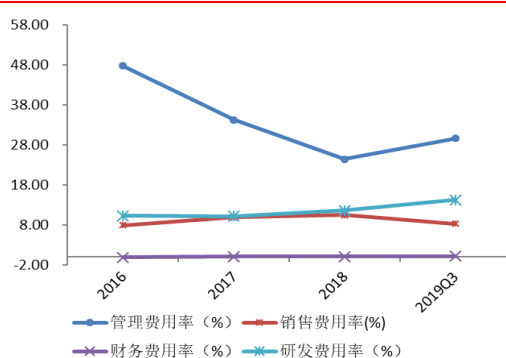
数据来源：Wind 公司公告 上海证券研究所

2.4 公司财务指标分析

2.4.1 公司费用率保持平稳，研发支出略低于行业水平

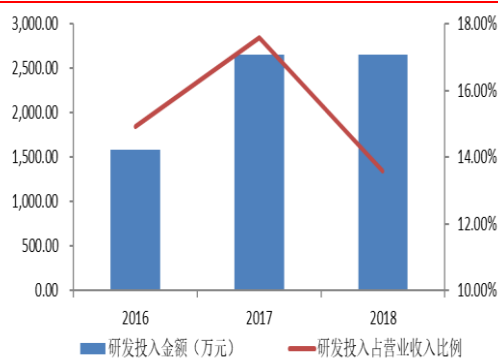
公司的期间费用主要为销售费用、管理费用及研发费用，财务费用占比较低。公司销售费用分别为 844.80 万元、1,490.20 万元、2,052.14 万元和 729.43 万元，2016 年至 2018 年均呈上升趋势，与公司营业收入增长趋势相匹配。管理费用占营业收入的比重基本稳定，呈小幅下降趋势，2019 年 1-6 月，管理费用占营业收入比重较高，是由于公司销售收入具有季节性，上半年的销售收入较少，而费用在年度内较为均衡地发生所致。研发费用逐年增加。2017 年度研发费用增幅较大，主要是由于公司对可视化等产品研发投入的增加导致。公司研发费用占营业收入的比例分别为 14.91%、17.60%、13.59%，略低于同行业平均水平。

图 12 近年公司期间费用率情况



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

图 13 近年公司研发投入情况



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.4.2 公司资产周转率与同行业公司趋势一致

2016~2019Q3，公司应收账款周转率分别为 2.15 次/年、1.87 次/年、1.69 次/年、0.92 次/年，呈小幅下降趋势，与同行业上市公司变动趋势一致。

2019 年 12 月 20 日

2016~2019Q3, 公司存货周转率分别为 6.74、4.76、4.98 及 4.01, 对应存货周转天数分别为 167.78 天、192.98 天、213.40 天及 294.63 天, 呈下降趋势, 但与同行业上市公司变动趋势一致。2017 年底, 为了应对公司安全网关业务的快速增长, 公司适当增加了嵌入式网络通信平台的备货, 使 2017 年公司存货周转率下降。

2016~2018, 公司总资产周转率分别为 1.00 次/年、0.81 次/年、0.70 次/年, 总资产周转情况与行业保持一致。

2018 年、2019Q3 公司经营活动产生的现金流净额为 1803.20 万元、1009.21 万元, 占当期净利润比例为 30%、48%, 近年来公司现金流状态总体良好。

表 2 公司营运能力分析

财务指标	2016	2017	2018	2019Q3
存货周转天数	53.40	75.66	72.28	67.25
应收账款周转天数	167.78	192.98	213.40	294.63
存货周转率	6.74	4.76	4.98	4.01
应收账款周转率	2.15	1.87	1.69	0.92
流动资产周转率	1.05	0.87	0.78	0.21
固定资产周转率	48.98	72.73	126.12	7.07
总资产周转率	1.00	0.81	0.70	0.19
应付账款周转率	5.67	4.74	6.59	5.50
公司经营性现金流净额 (万元)	192.89	1934.21	1803.20	1009.21
经营性现金流净额/ 归母净利润	0.20	0.55	0.30	0.48

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.5 募集资金投向

本次公司发行价 56.88 元, 发行市盈率 48.52 倍, 募集资金净额 670,47.58 万元。募集资金将主要用于以下项目:

表 3 募集资金运用 (万元)

	项目	项目总投资	计划使用募集资金金额
1	深度网络安全嵌入系统升级 与其虚拟资源池化项目	15,800	15,800
2	安全可视化与态势感知平台 研发及产业化项目	7,663	7,663
3	安全应用研发中心与攻防实 验室建设项目	6,311	6,311
	合计	29,774	29,774

数据来源: Wind 公司招股书 上海证券研究所

深度网络安全嵌入系统升级与其虚拟资源池化项目：项目通过新增研发测试相关设备，提升公司研发测试能力，优化系统软件架构，扩展系统安全防护能力，提升安全检测精度，提升安全处理性能，实现深度网络安全嵌入系统与国产自主可控硬件平台的灵活适配，并可适配虚拟化与云计算环境，支持安全能力虚拟化、资源池化与按需调度。

项目总投资 15,800.00 万元，建设期为 3 年。项目建成达产后，预计年均新增销售收入 9,019.00 万元，年均新增净利润 2,751.00 万元，税后内部收益率为 29.18%，动态税后投资回收期为 5.61 年。

安全可视化与态势感知平台研发及产业化项目：项目将在加强现有的核心技术研发和配套条件基础上，投入更多的技术资源，加大自主创新力度，在基于大数据的安全分析、机器学习、威胁感知算法建模、安全可视化技术等方面进一步提升并完善安全可视化与态势感知平台。

项目总投资 7,663.00 万元，建设期为 2 年。项目建成达产后，预计年均新增销售收入 4,950.00 万元，年均新增净利润 1,487.00 万元，税后内部收益率为 29.59%，税后动态投资回收期为 5.19 年。

安全应用研发中心与攻防实验室建设项目：安全应用研发中心与攻防实验室项目主要是搭建基础性的研发环境，建立人工智能和机器学习在安全领域应用的研究平台，通过算法研究及攻防演练试验等手段，实现安全分析工作自动化和安全防御智能化，使产品的安全防御由被动向主动转变。保持前沿网络安全领域技术的研究，保证公司安全技术的领先性和创新性。

项目建设期为 2 年。项目建成达产后不直接生产产品，因此，其效益将从公司研发的产品和提供服务中间接体现出来。

三、盈利预测及主要假设

主要假设：1) 安全网关产品顺利推进，产品渗透率持续提升；2) 安全管理产品细分市场继续扩大份额，募投项目如期实施；3) 公司费用率保持稳定。

基于以上假设，我们预计 2019-2021 年实现收入 2.52 亿元、3.16 亿元、3.92 亿元，分别增长 28.95%、25.25%、24.31%，归母净利润分别为 0.73 亿元、1.00 亿元、1.32 亿元，同比增长 19.29%、36.39%、31.31%，相应的稀释后每股收益为 1.44 元、1.96 元和 2.57 元。

四、风险因素

包括但不限于：

业务模式风险：公司定位于做网络安全能力的提供者、上游软件平台与技术提供商，为下游产品与解决方案厂商提供产品或服务，不直接面对最终用户。这种业务模式使得公司在网络安全领域的技术服务体系不够完整，不具备向最终用户交付完整项目的经验和能力；公司的销售体系不够完整，缺乏向最终用户直接销售的能力，因而业务不能覆盖全部产业链，业务范围有一定的局限性，细分市场容量较整个行业相对偏小。

市场竞争加剧风险：在国际方面，大型跨国 IT 巨头具备产业链的优势地位，且资金实力雄厚，正积极拓展国内市场；在国内方面，目前国内网络安全行业厂商众多，涵盖了网络安全的多个细分领域。随着网络安全行业的快速发展，行业分工协作的不断深化，未来不排除会有更多的企业参与市场竞争，公司与行业内具有技术、品牌、人才和资金优势的厂商之间的竞争可能进一步加剧。

客户集中度较高风险：公司向前五大客户的销售总额占当期营业收入的比例分别为 63.25%、61.59%、65.05%和 64.98%，占比较高，公司对主要客户存在一定的依赖。若未来主要客户需求发生重大变化，或公司产品和服务质量不能持续满足主要客户要求，或者客户研发出替代产品，需求减少甚至成为公司的竞争对手，使得公司与主要客户的合作关系发生不利变化，进而导致公司产品市场需求或竞争力下降，将对公司的经营业绩带来重大不利影响。

应收账款增加及发生坏账的风险：各期末，公司应收账款余额分别为 6,494.79 万元、9,885.64 万元、13,939.49 万元和 13,480.08 万元，占当期营业收入的比例分别为 61.08%、65.57%、71.36%和 188.12%。未来公司应收账款余额将会随着公司经营规模的扩大而增加，若应收账款不能如期收回或主要债务人的财务状况发生恶化，公司存在应收账款坏账损失增大的风险。

五、估值分析

5.1 同行业可比公司 PE 估值比较分析

基于已公布的 2018 年业绩和 2019、2020 年预测业绩的均值，A 股同行业可比上市公司 18 年静态平均市盈率为 68.45，19 年、20 年平均动态市盈率为 57.73 倍、46.34 倍，同期软件与服务业中值分别为 50.98 倍、49.02 倍。

表 4 同行业上市公司 PE 比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
启明星辰	002439	34.47	0.63	0.80	0.98	54.71	43.33	35.16
绿盟科技	300369	18.95	0.21	0.32	0.42	90.24	60.10	45.04
深信服	300454	117.70	1.55	1.63	2.10	75.94	72.37	56.09
迪普科技	300768	36.95	0.56	0.62	0.76	65.98	60.00	48.89
任子行	300311	11.63	0.21	0.22	0.25	55.38	52.86	46.52
行业平均						68.45	57.73	46.34
安博通	688168	102.15	1.17	1.44	1.96	87.31	70.94	52.12

数据来源: Wind 上海证券研究所

公司每股发行价为 56.88 元, 对应 18、19、20 年 PE 为 48.62、39.50、29.02 倍。目前公司股价为 102.15 元, 对应 18、19、20 年 PE 为 87.31、70.94、52.12 倍, 高于 A 股可比公司估值水平和行业估值中位数。

此外, 18 年公司以扣非归母净利润计算 EPS 为 1.14 元, 对应 PE 49.89 倍, A 股同行业可比公司对应平均扣非 PE 为 38.25 倍, 公司估值高于 A 股可比上市公司。

5.2 其他相对估值法比较分析

我们选择 PB、PEG 两种方法进行比较分析, 目前公司 18、19、20 年 PB 分别为 20.47、15.90、12.19, 高于同行业可比公司均值 9.49、7.75、6.70。公司 19、20、21 年 PEG 分别为 4.05、2.49、2.02, 高于同行业可比公司均值。

表 5 同行业上市公司 PB 比较

公司名称	股票代码	股价	BPS			PB		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002439	启明星辰	35.10	4.00	4.76	5.67	8.77	7.37	6.19
300369	绿盟科技	18.95	3.90	4.16	4.50	4.86	4.56	4.21
300454	深信服	117.91	8.40	10.09	12.06	14.03	11.69	9.78
300768	迪普科技	36.87	2.58	3.74	4.46	14.27	9.85	8.27
300311	任子行	11.10	2.01	2.10	2.20	5.51	5.29	5.05
行业平均						9.49	7.75	6.70
安博通	688168	102.15	4.99	6.42	8.38	20.47	15.90	12.19

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 6 同行业上市公司 PEG 比较

公司名称	股票代码	股价	PEG		
			2019E	2020E	2021E
启明星辰	002439	35.10	1.74	1.54	1.15
绿盟科技	300369	18.95	1.20	1.34	0.96
深信服	300454	117.91	6.98	1.89	1.15
迪普科技	300768	36.87	2.66	2.15	1.63
任子行	300311	11.10	1.10	1.05	0.95
行业平均			2.74	1.59	1.17
安博通	688168	102.15	4.05	2.49	2.02

数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	82.27	157.99	173.97	305.55
应收和预付款项	150.36	141.38	223.95	230.19
存货	14.32	16.71	21.74	26.00
其他流动资产	0.70	0.70	0.70	0.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	31.14	25.59	20.04	14.48
无形资产和开发支出	7.72	7.03	6.35	5.66
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	286.52	349.41	446.75	582.59
短期借款	15.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收及款项	14.36	21.54	22.45	31.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	29.36	21.54	22.45	31.66
股本	38.39	38.39	38.39	38.39
资本公积	117.55	117.55	117.55	117.55
留存收益	99.48	172.91	273.05	404.54
归属母公司股东权益	255.42	328.84	428.98	560.48
少数股东权益	1.75	-0.97	-4.68	-9.55
股东权益合计	257.16	327.87	424.30	550.93
负债和股东权益合计	286.52	349.41	446.75	582.59

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	18.07	88.41	12.24	126.19
投资活动现金流	-21.13	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-2.33	-12.70	3.73	5.39
净现金流	-5.39	75.72	15.97	131.58

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	195.35	251.91	315.52	392.23
营业成本	66.65	85.25	105.63	131.13
营业税金及附加	2.42	3.12	3.91	4.86
营业费用	20.52	26.46	33.15	41.20
管理费用	21.23	27.38	34.30	42.63
财务费用	0.20	-2.30	-3.73	-5.39
资产减值损失	2.27	2.27	2.27	2.27
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	70.11	83.18	113.45	148.98
营业外收支净额	0.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	70.58	83.18	113.45	148.98
所得税	10.94	12.48	17.02	22.35
净利润	59.64	70.70	96.43	126.63
少数股东损益	-1.91	-2.72	-3.71	-4.87
归属母公司净利润	61.55	73.42	100.14	131.50

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	29.58%	28.95%	25.25%	24.31%
EBIT 增长率	85.31%	44.10%	35.66%	30.87%
EBITDA 增长率	80.46%	48.03%	33.99%	29.79%
净利润增长率	70.75%	42.66%	36.39%	31.31%
毛利率	65.88%	66.16%	66.52%	66.57%
EBITDA/总收入	29.34%	33.68%	36.03%	37.62%
EBIT/总收入	28.73%	32.11%	34.77%	36.61%
销售净利率	25.37%	28.07%	30.56%	32.28%
资产负债率	10.25%	6.17%	5.02%	5.43%
流动比率	8.44	14.71	18.73	17.77
速动比率	7.92	13.90	17.73	16.92
总资产回报率 (ROA)	19.59%	23.15%	24.56%	24.65%
净资产收益率 (ROE)	20.15%	22.33%	23.34%	23.46%

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。