

日期: 2012 年 4 月 10 日

行业: IT-软件技术与信息服务



陈启书

021-53519888-1918

mymailno@hotmail.com

执业证书编号: S0870510120022

# 以安全审计为侧重的安全技术提供商

IPO 询价区间 RMB12.13-14.55 元  
合理估值区间 RMB14.98-17.97 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 17.70  
发行后总股本 (百万股) 70.70  
发行方式 网下询价配售 25%  
网上定价发行 75%  
保荐机构 国信证券

## 主要股东 (IPO 前)

景晓军 71.30%  
深圳市华信远景投资咨询有限公司 13.30%  
天津东方富海股权投资基金 11.32%  
景晓东 1.33%  
吴宁莉 0.71%

## 相关报告:

首次报告日期: 2012 年 4 月 10 日

## ■ 投资要点:

### 安全市场增长空间仍在扩大

2008 年至 2010 年, 我国信息安全市场规模的复合增长率为 17.59%, 呈现出较快增长的趋势。2010 年信息安全需求层次从中央向省级、地市级甚至县级渗透, 从核心业务安全监控向全面业务安全保护扩展, 从网络实施阶段的安全布置到网络运行过程的安全维护, 安全需求正形成多层次的树状格局, 安全市场增长空间仍在扩大, 达到 109.63 亿元, 同比增长 18.0%。

### 公司存在一定市场竞争优势

公司是国内较早从事网络内容与行为审计和监管业务的开拓者之一, 如公司于成立之初针对各地网吧安全监管部门的需求, 开发出网络内容与行为专用审计产品, 目前占据近 100 个地市级的市场。

公司还积累了一定的客户资源, 截至 2011 年 9 月 30 日, 公司的网络内容与行为审计产品已覆盖全国 4.78 万家网吧的 502 多万台电脑终端、4,800 多家宾馆, 公司全资子公司任网游开发的网吧计费产品“龙管家”已在全国 1.75 万家网吧安装使用。公司客户遍布国内主要省会和重点城市, 是目前市场同类企业中拥有客户数量最多、产品服务行业覆盖面最广的公司之一。

### 股票估值

预计 2012-2014 年公司可分别实现每股收益 (按最新股本摊薄) 0.71 元、0.85 元和 1.02 元。预期未来 6 个月内公司股价对应 2012 年动态市盈率可达 21-25 倍, 对应合理估值为 14.98-17.97 元/股。建议公司的 IPO 询价区间为 12.13-14.55 元/股。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	175.11	220.10	271.30	357.42
年增长率 (%)	26.18	25.69	23.26	31.74
归属于母公司所有者的净利润	38.57	50.43	59.82	71.92
年增长率 (%)	27.94	30.76	18.63	20.27
每股收益 (最新股本摊薄, 元)	0.55	0.71	0.85	1.02

注: 有关指标按公司 IPO 后总股本计算

## 一. 公司及其业务简况

公司是由任子行有限整体变更设立的股份有限公司。景晓军直接持有公司 71.30%的股权，通过华信远景间接控制公司 6.19%的股权，为公司控股股东及实际控制人。

公司主营业务为网络内容与行为审计和监管产品的研发、生产、销售，并提供安全集成和安全审计相关服务。

按业务分类，公司主营业务收入主要由硬件销售、软件销售和服务类收入构成，其中，硬件销售是公司的主要盈利来源，2008 年度、2009 年度及 2010 年度该项业务的收入分别为 4722.96 万元、4441.47 万元、6954.19 万元，分别占同期营业收入的 56.39%、47.3%和 52.84%。

软件销售的收入 2008 年-2010 年 3 年占公司营收的比列分别为 35%、40.7%、37.69%。与服务类收入占比整体营收呈上升趋势，硬件销售收入占比整体营收保持稳定，略有波动。

## 二. 行业增长前景

### 行业市场增长潜力大

公司所处行业为电子信息产业中的软件行业，细分行业为信息安全行业，主管部门为工信部、发改委、公安部等。

受到网络威胁的持续增长，网络信息安全需求亦随之增长，这直接带动了对各类信息安全产品和服务的市场供给，信息安全投入比例持续增长。

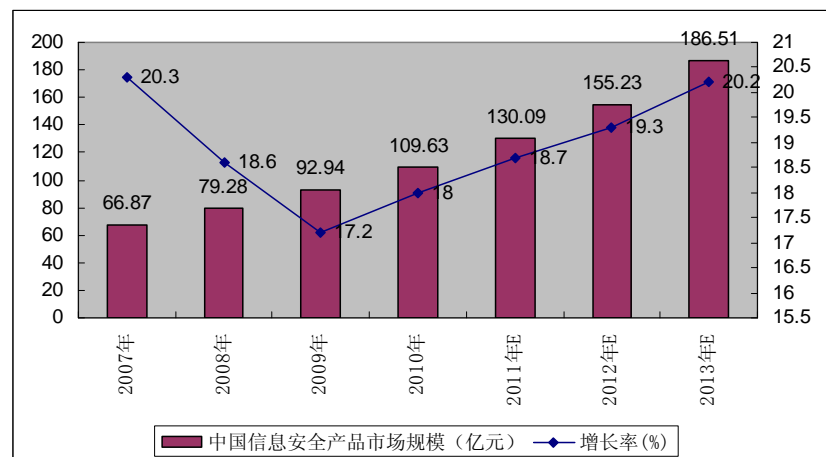
2008 年至 2010 年，我国信息安全市场规模的复合增长率为 17.59%，呈现出较快增长的趋势。2010 年信息安全需求层次从中央向省级、地市级甚至县级渗透，从核心业务安全监控向全面业务安全保护扩展，从网络实施阶段的安全布置到网络运行过程的安全维护，安全需求正形成多层次的树状格局，安全市场增长空间仍在扩大，达到 109.63 亿元，同比增长 18.0%。

表1 中国 2008-2010 年信息安全产品市场规模与增长

项目	2008 年	2009 年	2010 年
销售额（亿元）	79.28	92.94	109.63
增长率	18.6%	17.2%	18.0%

数据来源：招股书，上海证券研究所

图1 2007-2013 年中国企业级信息安全产品市场规模预测



数据来源：招股书，上海证券研究所

### 产业政策支持力度较大

从国家战略安全角度看，信息安全技术的水平和产业发展的进程，对网络国土的安危、以及政治、军事、经济、文化等都有重要影响。

我国政府部门早已意识到信息及网络安全的重要性，《中共中央关于构建社会主义和谐社会若干重大问题的决定》把信息安全和政治安全、经济安全、文化安全并列为国家安全的四大范畴之一。自 1994 年以来，我国颁布了一系列与信息安全管理相关的法律法规，在政策上大力保障信息安全产业快速发展，主要包括《全国人民代表大会常务委员会关于维护互联网安全的决定》、《中华人民共和国电子签名法》、《中华人民共和国电信条例》、《互联网信息服务管理办法》、《中华人民共和国计算机信息系统安全保护条例》、《信息网络传播权保护条例》、《外商投资电信企业管理规定》、《计算机信息网络国际联网安全保护管理办法》、《互联网新闻信息服务管理规定》、《互联网电子公告服务管理规定》、《信息安全等级保护管理办法》等。

## 三. 公司竞争能力及发展空间

### 行业内企业数量较多 集中度低

由于国内信息安全市场的快速增长，产业竞争边界扩大，平台软件厂商、互联网厂商、存储和网络设备厂商等纷纷加大对安全市场的投入，信息安全厂商急剧增加，目前国内注册的信息安全厂商约有 1,000 家。

随着市场竞争进一步加剧，具有技术、品牌、人才、资金优势的厂商可能会成为潜在的行业整合者，竞争实力较弱的中小厂商数量将大幅减少，产业趋于进一步集中。

### 公司存在一定市场竞争优势

公司在国内信息安全市场有一定的竞争优势，其拥有一定的先发优势、准入资质以及较强的研发实力。

公司是国内较早从事网络内容与行为审计和监管业务的开拓者之一，如公司于成立之初针对各地网吧安全监管部门的需求，开发出网络内容与行为专用审计产品，目前占据近 100 个地市级的市场。在研发方面，公司自成立以来非常重视并投入大量资源于研发工作，2008 年度、2009 年度、2010 年度、2011 年 1-9 月，公司的研发费用占同期营业收入的比例分别为 15.95%、16.43%、11.60%、11.24%，在国内同行企业中属于较高水平。

公司还积累了一定的客户资源，截至 2011 年 9 月 30 日，公司的网络内容与行为审计产品已覆盖全国 4.78 万家网吧的 502 多万台电脑终端、4,800 多家宾馆，公司全资子公司任网游开发的网吧计费产品“龙管家”已在全国 1.75 万家网吧安装使用。公司客户遍布国内主要省会和重点城市，是目前市场同类企业中拥有客户数量最多、产品服务行业覆盖面最广的公司之一。

## 四. 募投项目分析

### 募投项目围绕当前主营业务进行拓展

本次募集资金主要投入“网络内容与行为审计产品升级优化项目”、“网络信息安全监管平台建设项目”、“研发中心扩建项目”三个项目的建设，均围绕本公司主营业务以及业务发展目标开展。

“网络内容与行为审计产品升级优化项目”是对现有的网络内容与行为审计产品、安全审计相关服务系统进行升级，提升原有业务产品的性能,提高服务效率和质量；进一步整合公司现有网络安全系统，终端审计、加密、留存等产品到任天行网络安全管理中心进行统一管理。

“网络信息安全监管平台建设项目”是对现有的域名、视音频、网站的相关监管产品完善互联网多媒体内容分析核心技术，进一步提高准确度和产品其他性能，并建立统一管理中心，形成完整的互联网监管平台；针对近年来新产生的 IPTV 和手机电视等业务进行关键技术和监管产品的开发；根据职能部门的要求，结合公司现有技术，开发其他符合客户监管需求的互联网监管产品。

“研发中心扩建项目”是以现有研发中心为基础，提升技术研发实力。对网络内容与行为审计和监管的基础性技术、行业技术发展趋势等进行深入研究，为公司的新产品开发提供强有力的前沿技术支撑，同时加强技术人才储备和培养。

**表2 公司募投项目计划（单位：万元）**

序号	项目名称	总投资额
1	网络内容与行为审计产品升级优化项目	7,532.45
2	网络信息安全监管平台建设项目	5,652.47
3	研发中心扩建项目目	3,399.55

合计

16584.47

数据来源：公司公告，上海证券研究所

### 强化公司的竞争力

公司募投项目为对公司现有的具有技术和市场领先优势的产品和业务的技术改造和整合，同时对现有的研发中心进行扩建。项目顺利实施后，公司将形成完整的网络内容与行为审计和监管解决方案，并增加技术储备，有利于公司拓展新的盈利增长空间、扩大营业规模、提升品牌知名度和市场占有率，巩固并提高公司的竞争地位。

**表3 募集资金项目主要技术经济指标**

序号	项目名称	投资金额	投资利润率	投资回收期
1	网络内容与行为审计产品升级优化项目	7,532.45	32.19%	3.96
2	网络信息安全监管平台建设项目	5,652.47	34.57%	4.28
3	研发中心扩建项目	3,399.55	----	----
	合计	16584.47		

数据来源：公司公告，上海证券研究所

## 五. 财务状况和盈利预测

### 与相关公司比较具备较强的盈利能力

在与业务相近的上市公司比较中，公司综合毛利率较高，销售净利润率也处于行业较高水平，表明公司盈利能力较强。

**表4 公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）**

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12	2011-12
任子行	62.90	65.90	58.33	56.44
卫士通	69.30	62.46	61.57	58.55
启明星辰	65.33	63.73	64.79	66.06
美亚柏科	55.23	60.16	56.77	63.48
蓝盾股份	49.65	45.96	45.63	45.00

数据来源：公司公告，上海证券研究所

**表5 公司和相关公司的销售净利润率比较（单位：%）**

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12	2011-12
任子行	21.63	23.70	21.65	22.02
卫士通	18.91	15.61	18.58	17.66
启明星辰	17.24	17.40	16.84	14.14
美亚柏科	22.44	23.22	21.83	22.91
蓝盾股份	22.45	21.02	16.60	18.77

数据来源：公司公告，上海证券研究所

### 收入成长性较强，净利润增长一般

2010 年公司实现营业收入和净利润相对于 2008 年分别复合增长 28.72%和 28.78%，和相关公司相比较，公司营业收入和净利润增长

水平处于行业中等水平。

**表6 公司和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）**

证券简称	2010 年同比增长率	2011 年同比增长率	2011 年相对于 2009 的年复合增长率
任子行	47.80%	26.18%	36.56%
卫士通	40.38%	34.44%	37.38%
启明星辰	20.66%	16.21%	18.41%
美亚柏科	52.66%	42.83%	47.66%
蓝盾股份		34.45%	43.58%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

**表7 公司和相关公司的净利润增长比较（单位：%）**

证券简称	2010 年同比增长率	2011 年同比增长率	2011 年相对于 2009 的年复合增长率
任子行	35.43%	27.94%	31.63%
卫士通	80.48%	32.86%	54.85%
启明星辰	15.57%	1.76%	8.45%
美亚柏科	43.26%	49.85%	46.51%
蓝盾股份		52.05%	35.67%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

### 与同类公司相比，公司营运能力较强

公司的存货周转天数较低，存货周转率与同类上市公司相比处于较高水平；应收账款周转天数也较低。

**表8 公司和相关公司的存货周转天数比较（单位：天）**

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12	2011-12
任子行	12.39	16.12	17.60	54.16
卫士通	169.14	156.24	156.62	133.24
启明星辰	74.20	62.90	82.16	85.27
美亚柏科	31.65	63.60	78.58	191.98
蓝盾股份	159.11	96.33	63.28	48.21

数据来源：公司公告，上海证券研究所

**表9 公司和相关公司的应收账款周转天数比较（单位：天）**

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12	2011-12
任子行	23.67	23.17	21.54	27.85
卫士通	158.57	142.20	113.70	111.57
启明星辰	170.56	163.31	161.97	190.12
美亚柏科	73.00	78.99	69.23	85.38
蓝盾股份	90.01	77.39	78.04	84.38

数据来源：公司公告，上海证券研究所

从总资产周转情况来看，公司与同类公司相比处于较高水平，公司营运能力较好。



**表10 公司和相关公司的总资产周转率比较 (单位: 次)**

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12	2011-12
任子行	1.23	1.22	1.25	1.05
卫士通	0.59	0.57	0.65	0.70
启明星辰	0.59	0.58	0.43	0.35
美亚柏科	1.13	1.05	1.06	0.52
蓝盾股份	0.69	0.80	0.85	0.84

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

### 公司盈利预测

初步预计 2012-2014 年公司可分别实现营业收入 220.10 百万元、271.30 百万元和 357.42 百万元, 同比增长 25.69%、23.26%和 31.74%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润 50.43 百万元、59.82 百万元和 71.92 百万元, 同比增长 30.76%、18.63%和 20.21%; 分别实现每股收益 (按最新股本摊薄) 0.71 元、0.85 元和 1.02 元。

**表11 公司利润表预测 (单位: 百万元)**

项目 (单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	175.11	220.10	271.30	357.42
增长率	26.18%	25.69%	23.26%	31.74%
毛利率	56.44%	55.50%	55.44%	53.87%
二、营业总成本	139.73	170.88	217.83	294.39
营业成本	76.28	97.96	120.89	164.89
营业税金及附加	2.67	3.30	4.34	4.65
销售费用	16.50	21.13	26.05	34.31
管理费用	43.78	56.13	69.18	91.14
财务费用	-0.52	-8.80	-4.07	-2.50
资产减值损失	1.03	1.17	1.44	1.89
三、主营业利润	35.38	49.23	53.47	63.03
增长率	18.83%	39.13%	8.63%	17.87%
收入比	20.21%	22.37%	19.71%	17.64%
公允价值变动净收益				
投资净收益				
汇兑净收益				
四、营业利润	35.38	49.23	53.47	63.03
营业外净收益	8.98	8.80	10.85	14.30
五、利润总额	44.36	58.03	64.33	77.33
减: 所得税	5.79	7.60	4.50	5.41
六、净利润	38.57	50.43	59.82	71.92
少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	38.57	50.43	59.82	71.92
增长率	27.94%	30.76%	18.63%	20.21%
收入比	22.02%	22.91%	22.05%	20.12%
七、每股收益:				
调整后的加权平均股本(百万股)	53.00	64.80	70.70	70.70

2012 年 4 月 10 日

按加权平均股本计算的每股收益（元）	0.73	0.78	0.85	1.02
增长率	21.67%	6.61%	8.73%	20.21%
PER(X)				
按最新股本摊薄后的每股收益（元）	0.55	0.71	0.85	1.02
增长率	27.94%	30.76%	18.63%	20.21%
PER(X)				

数据来源：公司公告，上海证券研究所

## 六. 风险因素

### 产品销售的季节性风险

公司的客户大多为政府部门、军队、大中型企事业单位和运营商，根据他们的预算管理制度和集中采购制度，用户市场的需求高峰通常出现在下半年。基于客户市场需求因素的影响，公司的销售呈现较明显的上下半年不均衡的分布特征，公司产品和服务销售收入的实现主要体现在下半年，上半年尤其第一季度由于客户预算制定和春节假期等因素而呈现更为明显的季节性特征。

公司营业收入的季节性波动及其对公司利润、经营性活动现金流在全年实现不均衡的影响，可能对公司正常生产经营活动造成一定的不利影响。

### 技术风险

持续的技术创新及产品开发对公司的市场竞争力和未来发展具有重要影响。由于信息安全行业具有技术进步快、产品更新快的特点，用户对软件及相关产品的功能要求不断提高，因此公司需要不断进行新技术、新产品的研发和升级。如果公司不能准确把握技术、产品及市场的发展趋势，研发出符合市场需求的新产品，或公司对产品和市场需求的把握出现偏差、不能及时调整新技术和新产品的开发方向，将会导致公司丧失技术和市场优势，对公司持续发展产生不利影响。

同时，公司持续保持市场竞争优势对掌握的核心技术的技术人员的依赖性较重，目前，包括研发人员在内的技术人员总数为 190 人，占公司总人数 45.89%。在未来发展过程中，因市场多变的竞争态势，以及市场对人才和技术的需求日益迫切，争夺日趋激烈，故公司仍然存在人才流失及技术失密的风险，并将对公司的持续技术创新能力造成不利影响。

### 税收政策风险

公司目前享受财政部、国税总局等部委的软件增值税优惠政策，对增值税一般纳税人销售其自行开发生产的软件产品，按 17% 的法定税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退政策。

2008-2010 年 3 年以及 2011 年 1-9 月，公司获得的增值税退税金额分别为 114.84 万元、418.73 万元、266.40 万元和 218.65 万元，占当期利润总额的比例分别为 5.42%、16.36%、7.75% 和 8.22%。



如果未来软件产品增值税税收优惠政策发生不利变化,将给发行人经营业绩带来一定程度的不利影响。

此外,公司还享受国家需要重点扶持的高新技术企业减按 15% 的税率征收企业所得税政策,2008-2010 年,公司由于此优惠获得的所得税减免金额分别为 226.02 万元、231.30 万元和 328.32 万元,占利润总额的比例分别为 10.67%、9.04% 和 9.55%。同样,如果国家所得税税收优惠政策发生不利变化,将给公司经营业绩带来一定程度的不利影响。

## 七. 估值及定价分析

### 国内/国际同类公司比较分析

目前,和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应 2011-2014 年的动态市盈率均值分别为 35 倍、24 倍、18 倍和 15 倍。

表12 相关公司估值比较 (单位: 元/股)

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E
002268	卫士通	14.52	0.50	0.69	0.91	1.03	29	21	16	14
002439	启明星辰	16.95	0.31	0.67	0.79	0.78	55	25	21	22
300188	美亚柏科	36.20	1.23	1.61	2.31	3.12	29	22	16	12
300297	蓝盾股份	19.70	0.71	0.74	1.03	1.41	28	27	19	14
样本均值							35	24	18	15

数据来源: Wind, 上海证券研究所 (对应股价为 2012-04-09 日收盘价)

### 股票估值

2010-2011 年间,公司分别实现营业收入同比增长 47.80% 和 26.18%; 2009-2011 年间,分别实现净资产收益率 (ROE, 加权) 为 46.35%、39.15% 和 31.29%; 分别实现每股经营性现金流净额为 0.18 元、0.69 元和 0.77 元。

预计 2012-2014 年公司可分别实现营业收入同比增长 25.69%、23.26% 和 31.74%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 30.76%、18.63% 和 20.21%; 分别实现每股收益 (按最新股本摊薄) 0.71 元、0.85 元和 1.02 元。

### 询价估值

预计 2012-2014 年公司可分别实现每股收益 (按最新股本摊薄) 0.71 元、0.85 元和 1.02 元。预期未来 6 个月内公司股价对应 2012 年动态市盈率可达 21-25 倍,对应合理估值为 14.98-17.97 元/股。建议公司的 IPO 询价区间为 12.13-14.55 元/股。

考虑公司未来的成长性和盈利性,以及已上市公司发行市盈率情况和上市后的估值水平,建议公司的 IPO 询价区间为 12.13-14.55 元/股,对应 2012 年年的动态市盈率为 17-20 倍 (相对于公司合理估值折让了 19%)。



## 分析师承诺

分析师 陈启书

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
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	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
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	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。

## 免责条款

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，任何机构和个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条款具有修改权和最终解释权。