

评级: 买入 维持评级

公司点评

郑宏达

 分析师 SAC 执业编号: S1130513080002  
 (8621)60230211  
 zhenghd@gjzq.com.cn

## 发力加密即时通讯，中国版黑莓雏形初现

### 事件

公司于 2015 年 9 月 21 日晚上发布公告，拟募集资金总额不超过 15 亿元，募集资金扣除发行费用后将用于新一代互联网安全聚合通道项目（命名为 Linkdood）和北信源（南京）研发运营基地项目。

公司将于 2015 年 9 月 22 日复牌。

### 评论

**本次公开发行的目的为公司主业的合理延伸：**本次公开发行股票不超过 3500 万股，募集不超过 15 亿元，其中 7.7 亿元用于新一代互联网安全聚合通道即 Linkdood 的建设，包括相关基础设施研发和即时通信系统运营推广，余下的 7.3 亿元用于南京研发运营基地的建设。目前公司的总股本为 2.67 亿，市值为 70 亿元，本次公开发行的目标是公司利用已有的信息安全技术，在通信端特别是移动通信端打造安全即时通信系统及生态圈。

**切入市场空白点，再造中国版黑莓：**目前即时通讯市场微信拥有月活跃用户 5.5 亿，手机 qq 的用户也超过 5 亿，基于陌生人社交的陌陌用户数第三，大约在 6 千万月活跃用户数。而在企业通讯的竞争者则有钉钉、环信等产品，但是我们看到，基于加密的安全加密的即时通讯软件绝对垄断软件还没有出现。在国外，BBM 在 2014 年的月度活跃数达到 8500 万，最新的下载量超过 1 亿次。

**打造互联互通和自主可控的互联网应用生态圈：**公司打造的互联互通通信体系可以使得不同架构的即时通信网络互联互通，使用安全策略控制信息的流动。利用了定义通信协议标准来构建标准化的通道等基础设施的研发，从而达到通讯的自主可控，公司的目标不仅局限于此，通过提供开放的 SDK 接口来实现类微信的生态圈。利用安全性达到即时通讯的差异性。

**企业市场和政府市场是重要的突破点：**目前每个用户拥有的通信软件不止一款，通过互联互通的安全通信体系，能够满足用户统一通讯的痛点。叠加企业和政府的安全加密需求则更加强烈。从政府来讲，自从棱镜门之后，信息安全放到了前所未有的重要位置，特别是即时通信软件承载着信息便捷性最方面的工具，更是信息安全加密的重中之重。对于北信源而言，能够利用自身的安全技术和以及在政府企业的客户资源，全力推广 Linkdood 软件。

### 投资建议

维持“买入”评级，维持预测公司 15-16 年每股收益为 0.38 元和 0.50 元。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	190	228	263	309	397	490	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
增长率	20.1%	15.1%	17.6%	28.5%	23.4%		货币资金	433	386	305	499	549	628
主营业务成本	-23	-47	-32	-43	-50	-58	应收账款	159	253	373	350	450	555
%销售收入	12.0%	20.6%	12.1%	13.8%	12.7%	11.9%	存货	4	5	10	11	12	14
毛利	167	181	231	266	347	432	其他流动资产	19	34	14	23	27	31
%销售收入	88.0%	79.4%	87.9%	86.2%	87.3%	88.1%	流动资产	616	678	702	883	1,039	1,229
营业税金及附加	-2	-3	-4	-3	-4	-5	%总资产	97.0%	96.1%	88.6%	92.9%	93.5%	94.1%
%销售收入	1.1%	1.5%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	长期投资	0	5	10	11	10	10
营业费用	-53	-57	-66	-77	-99	-123	固定资产	14	0	0	43	40	37
%销售收入	27.6%	25.0%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%	%总资产	2.2%	0.0%	0.0%	4.6%	3.6%	2.8%
管理费用	-50	-66	-82	-93	-119	-147	无形资产	3	2	14	11	20	27
%销售收入	26.2%	28.9%	31.2%	30.0%	30.0%	30.0%	非流动资产	19	28	91	68	72	76
息税前利润 (EBIT)	63	55	79	93	124	157	%总资产	3.0%	3.9%	11.4%	7.1%	6.5%	5.9%
%销售收入	33.0%	24.0%	30.0%	30.2%	31.3%	32.1%	<b>资产总计</b>	<b>635</b>	<b>706</b>	<b>793</b>	<b>951</b>	<b>1,111</b>	<b>1,305</b>
财务费用	3	7	9	8	11	12	短期借款	0	0	0	0	0	0
%销售收入	-1.4%	-3.2%	-3.5%	-2.7%	-2.7%	-2.5%	应付款项	15	14	22	23	27	32
资产减值损失	-7	-13	-23	0	0	0	其他流动负债	28	44	68	123	145	169
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	43	58	90	146	173	201
投资收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
营业利润	58	49	64	102	135	169	<b>负债</b>	<b>43</b>	<b>58</b>	<b>90</b>	<b>146</b>	<b>173</b>	<b>202</b>
营业利润率	30.5%	21.6%	24.5%	32.9%	34.0%	34.6%	<b>普通股股东权益</b>	<b>592</b>	<b>648</b>	<b>702</b>	<b>805</b>	<b>939</b>	<b>1,104</b>
营业外收支	10	19	10	10	10	10	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
税前利润	68	68	74	112	145	179	<b>负债股东权益合计</b>	<b>635</b>	<b>706</b>	<b>793</b>	<b>951</b>	<b>1,111</b>	<b>1,305</b>
利润率	35.8%	29.7%	28.2%	36.1%	36.6%	36.6%							
所得税	-8	0	-6	-9	-12	-14							
所得税率	11.7%	0.1%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%							
净利润	60	68	68	103	134	165							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	60	68	68	103	134	165							
净利率	31.6%	29.7%	25.9%	33.2%	33.6%	33.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	60	68	68	103	134	165	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.901	0.508	0.255	0.385	0.501	0.619
非现金支出	12	17	29	4	5	6	每股净资产	8.878	4.855	2.632	3.017	3.518	4.137
非经营收益	-1	-1	-2	-5	-10	-10	每股经营现金净流	-0.171	-0.077	-0.072	0.473	0.186	0.291
营运资金变动	-82	-94	-114	24	-79	-83	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-19</b>	<b>126</b>	<b>50</b>	<b>78</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-15	-19	-43	69	1	0	净资产收益率	10.15%	10.47%	9.68%	12.76%	14.23%	14.96%
投资	0	0	0	-1	0	0	总资产收益率	9.46%	9.61%	8.58%	11.35%	12.54%	13.12%
其他	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	9.35%	8.44%	10.28%	10.67%	12.19%	13.10%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>	<b>-43</b>	<b>68</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
股权筹资	385	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	49.63%	20.13%	15.13%	17.64%	28.47%	23.42%
债权筹资	0	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	59.06%	-12.70%	43.86%	18.52%	33.23%	26.51%
其他	-5	-12	-14	0	0	0	净利润增长率	34.31%	12.78%	0.30%	51.07%	30.05%	23.60%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>380</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	总资产增长率	253.97%	11.06%	12.33%	19.95%	16.85%	17.48%
<b>现金净流量</b>	<b>354</b>	<b>-42</b>	<b>-77</b>	<b>194</b>	<b>51</b>	<b>78</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	211.1	321.1	421.0	400.0	400.0	400.0
							存货周转天数	69.8	37.1	89.2	90.0	90.0	90.0
							应付账款周转天数	111.2	71.6	165.1	150.0	150.0	150.0
							固定资产周转天数	26.5	#DIV/0!	#DIV/0!	50.2	36.1	26.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-73.17%	-59.68%	-43.36%	-61.95%	-58.52%	-56.79%
							EBIT 利息保障倍数	-24.0	-7.4	-8.6	-11.2	-11.5	-13.0
							资产负债率	6.79%	8.21%	11.39%	11.05%	11.89%	12.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-10-13	买入	28.71	N/A
2	2013-11-06	买入	23.68	N/A
3	2015-03-02	买入	32.12	N/A
4	2015-04-14	买入	38.42	N/A
5	2015-04-22	买入	42.03	N/A
6	2015-05-07	买入	56.50	100.00~100.00
7	2015-06-12	买入	73.50	N/A
8	2015-06-23	买入	60.97	N/A

来源：国金证券研究所



### 投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—20%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD