



虞捷雯 S0870515070001
 王兴林 S0870115070018
 021-53519888-1918
 yujiewen@shzq.com
 wangxlin@shzq.com

基本数据 (2015Q2)

报告日股价 (元)	29.3
12mth A 股价格区间 (元)	22.02-72.11
总股本 (百万股)	266.80
无限售 A 股/总股本	61%
流通市值 (亿元)	47.76
每股净资产 (元)	2.63
PBR (X)	11.15
DPS (Y2014, 元)	10 派 0.50

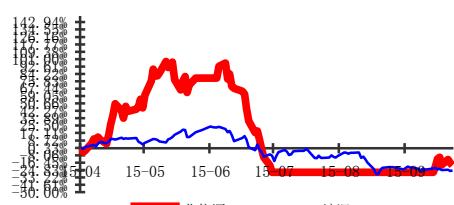
主要股东 (2015Q2)

林皓	48.91%
中国农业银行股份有限公司-工银瑞信高端制造行业股票型证券投资基金	3.62%
浙江天越创业投资有限公司	2.76%

收入结构 (2015H1)

IT 支持与维护	41.31%
IT 软件服务	20.16%
IT 外包服务	14.97%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WXL15-CI05

首次报告日期: 2015 年 10 月 12 日

相关报告:

终端安全龙头，全面进军大数据互联网

■ 投资摘要

终端安全龙头，主业稳定增长

公司在终端安全市场占有率已连续九年第一，在政府、军工、能源、金融等行业客户中都有很高的占有率。2012年至今营收年复合增长率17.6%。受益于国家安全法等法律和政策的推动，党政军信息安全市场有望持续增长。预计公司将继续受益于国家对信息安全的投入，主业收入继续保持稳定增长，毛利率稳定。

纵向并购，深挖信息安全护城河

公司收购中软华泰，涉足服务器加固领域，将公司业务从前台终端扩展到后台服务器。公司参股金城保密，涉足国家保密领域。金城保密拥有国家保密局认证的多项资质。一方面公司可借助金城保密的资质拓展客户资源，另一方面金城保密可借助公司的人力和渠道将产品打入更多市场。

拟打造通信安全底层统一架构，构建新一代互联网生态圈

公司2015年9月22日发布定增预案，拟非公开发行不超过3500万股，募集资金不超过15亿元，其中7.7亿元用于新一代互联网安全聚合通道项目(Linkhood)的研发和推广。Linkhood以安全的通信架构为核心，以即时通信应用为样板，开放SDK接口，借助第三方开发者满足客户纷繁多样的需求，构建互联网生态圈。

内网大数据业务有条不紊，助力公司转型运营

公司将终端安全产品做为互联网入口，采集客户大数据，通过数据挖掘和人工智能等技术，打造“大数据”内网安全产品生态体系。通过大数据技术“加固内网安全”和“提升管理效率”。公司还为政府、企业等客户开发了舆情监控、信息监控和企业情报系统等大数据产品。预计此块业务将于明年开始贡献收入。

核心假设与估值

我们假设中软华泰可达成承诺净利。暂不考虑定增的影响。

我们预计公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.39、0.48 和 0.60 元人民币。

根据 9 月 30 日收盘价 29.3 元计算，公司 2015~2017 年市盈率分别为 75.6、61.6 和 48.9 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	228.20	262.73	323.66	399.01
年增长率	20.13%	15.13%	23.19%	23.28%
归属于母公司的净利润	67.79	67.99	103.40	126.95
年增长率	12.78%	0.30%	52.07%	22.78%
每股收益 (元)	0.51	0.25	0.39	0.48
PER (X)	57.66	114.97	75.60	61.58

注：有关指标按当年股本摊薄，PE 按 2015 年 9 月 30 日收盘价计算

一、公司概况

1.1 公司简介

北京北信源软件股份有限公司成立于 1996 年。公司是中国第一批自主品牌的信息安全产品及整体解决方案供应商；中国终端安全管理/数据安全管理领域的市场领导者；国家规划布局内重点软件企业；中国信息安全领域首批上市公司之一。2012 年 9 月在创业板上市(300352)。公司主营终端安全管理产品、数据安全管理产品和安全管理平台等。作为中国终端安全管理领域的市场领导者，北信源终端安全管理产品已连续八年保持市场占有率第一（数据来源：CCID）。产品覆盖政府、国防、军队军工、公安、金融、能源、通信、交通、水利、教育等重要行业，用户涉及各行业数千家单位，成功部署数千万终端，并连续多年入围中央政府采购。

目前，公司拥有 3 家全资子公司。2014 年 12 月，公司公告拟收购中软华泰 100% 股权，作价 1 亿元，公司主营服务器加固。2015 年 6 月，公司与中国科学院信息工程研究所签订了《产权交易合同》，协助完成对其全资子公司深圳市金城保密技术有限公司的股份制改造，并占有深圳金城 15% 股权。同时，公司拟与浙江华睿投资管理有限公司共同设立大数据产业投资基金，该事项目前正在积极推进中。

表 1 公司的主要子公司

公司名称	持股占比
上海北信源信息技术有限公司	100%
江苏神州信源系统工程有限公司	100%
北信源（马来西亚）信息技术公司	100%

数据来源：2015 年半年报、上海证券研究所

公司第一大股东为林皓先生，持股占比 48.91%，是公司实际控制人。林皓先生自 1991 年开始研究反病毒技术，具有丰富的信息安全产品研究、开发经验。林皓先生与 1996 年创建北信源，现任公司董事长、总经理。作为资深信息安全技术专家，林皓先生长期担任国家安全部门和公安部门的信息安全技术顾问，在林皓先生牵头负责下，公司荣获 2010 年度国家科学技术进步二等奖。

表 2 公司十大股东(截至 2015 年 6 月 30 日)

股东名称	持股占比(%)
林皓	48.91
中国农业银行股份有限公司-工银瑞信高端制造行业	3.62
股票型证券投资基金	
浙江天越创业投资有限公司	2.76

王晓峰	1.58
中国农业银行股份有限公司-工银瑞信创新动力股票型证券投资基金	1.41
中国农业银行股份有限公司-中邮信息产业灵活配置混合型证券投资基金	1.12
交通银行股份有限公司-工银瑞信主题策略股票型证券投资基金	1.05
中国工商银行股份有限公司-汇添富外延增长主题股票型证券投资基金	0.84
吴荣	0.68
交通银行股份有限公司-泰达宏利价值优化型成长类行业证券投资基金	0.58

数据来源：公司 2015 半年报、上海证券研究所

1.2 收入利润情况

公司自上市以来，营收快速增长，2014 年营收已达 2.63 亿元，归母净利润 6799 万元。2012~2014 年，公司营收增长 38.3%，年复合增长率 17.6%。公司主要营收和利润均来自华北和华东地区，近年来，两地区合计占比超过 60%。

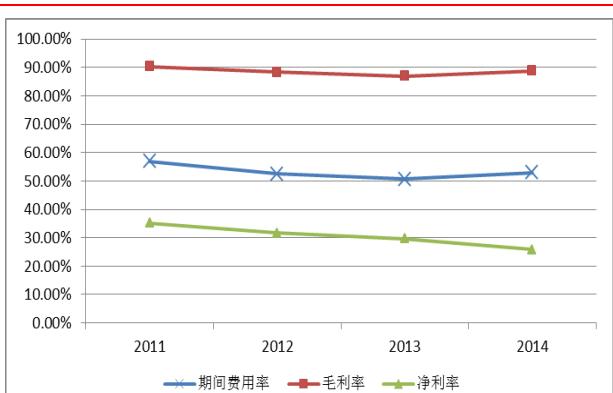
公司在终端安全市场占有率已连续九年第一，在政府、军工、能源、金融等行业客户中都有很高的占有率。目前已经拥有 97 项计算机软件著作权和 8 项专利技术，48 项专利技术正在申请，55 款产品入围中央国家机关政府采购协议供货目录，拥有公安部销售许可证 16 项，国家保密局涉密信息系统产品认证 12 项，军用信息安全产品认证 8 项及其他商用密码销售许可证、电信与信息服务业务经营许可证等。

图 1 公司营收和净利润情况(百万元)



数据来源：公司年报 上海证券研究所

图 2 公司费用率和利润率情况(主营业务利润率)

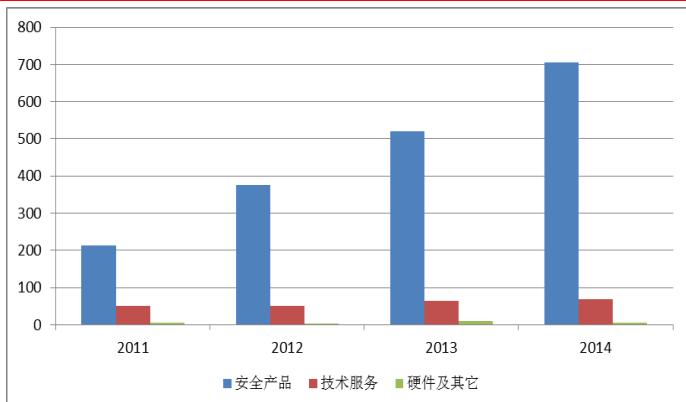


数据来源：公司年报 上海证券研究所

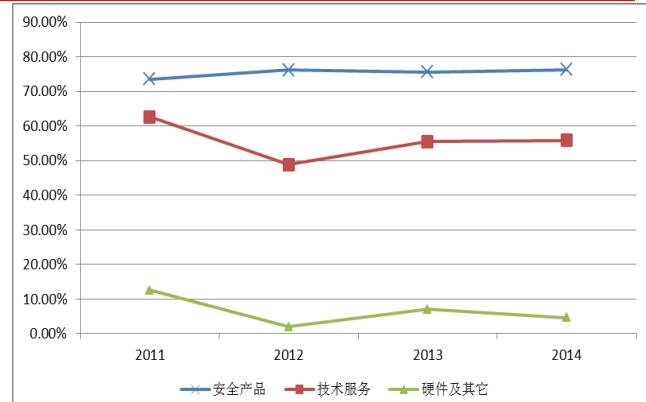
图 3 公司各项业务营收情况(百万元)

2015 年 10 月 12 日

图 4 公司各项业务毛利率情况



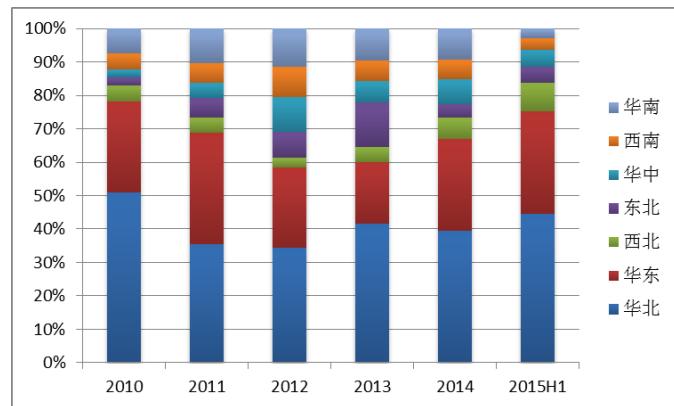
数据来源：公司年报 上海证券研究所



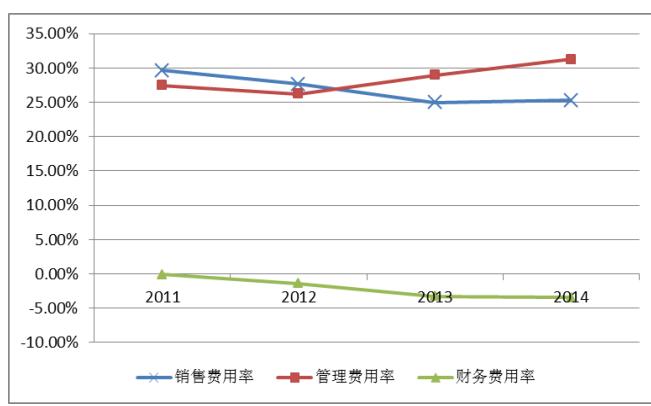
数据来源：公司年报 上海证券研究所

图5 公司分地区收入情况

图6 公司各项费用率



数据来源：公司年报 上海证券研究所



数据来源：公司年报 上海证券研究所

2015年上半年，公司实现营业收入1.057亿元，同比增长21.67%；实现归属于上市公司股东的净利润1367.3万元，同比增长28.49%；归母扣非净利1244.4万元，同比增长17.56%。

其中，公司2015年上半年营业利润264.8万元，同比下降62.82%，主要由于营业成本和费用的增加。营业外收入948.77万元，同比大增210.93%，主要由于当期增值税退税和政府补助增加所致。

表3 2015年上半年公司各业务营收情况(单位：元)

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上 年同期增减	营业成本比上 年同期增减	毛利率比上 年同期增减
软件产品	80,048,516.31	5,235,666.14	93.46%	34.37%	-31.29%	7.17%
终端安全产品	49,640,472.70	1,015,041.18	97.96%	28.62%	9.80%	0.37%
数据安全产品	24,614,132.55	4,185,690.46	82.99%	30.05%	34.73%	-0.71%
安全管理平台	5,793,911.06	34,934.50	99.40%	182.42%	-74.63%	6.55%
技术服务	9,512,899.09	742,006.12	92.20%	-53.95%	-61.27%	1.62%
硬件及其他	14,527,990.91	11,121,481.63	23.45%	137.86%	221.67%	-45.96%

数据来源：公司2015半年报、上海证券研究所

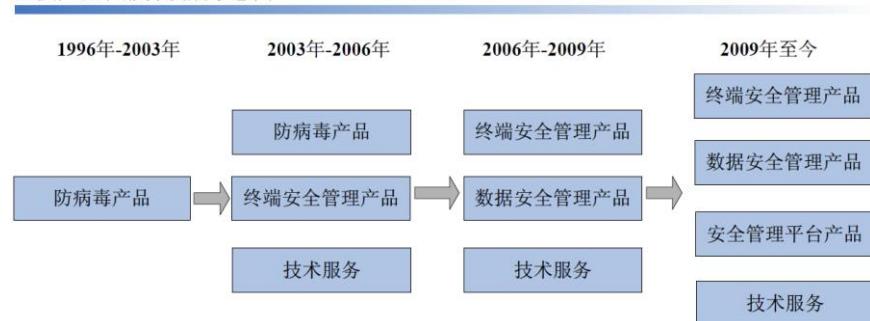
二、终端安全王者，纵向并购深挖护城河

2.1 终端安全厂商龙头，市场占有率高

公司所处行业为信息安全行业，主营业务为信息安全软件产品的研发、生产、销售及技术服务。主营产品为：终端安全管理产品、数据安全管理产品和安全管理平台产品等。

图 7 公司产品和服务发展历史

主要产品和服务发展示意图

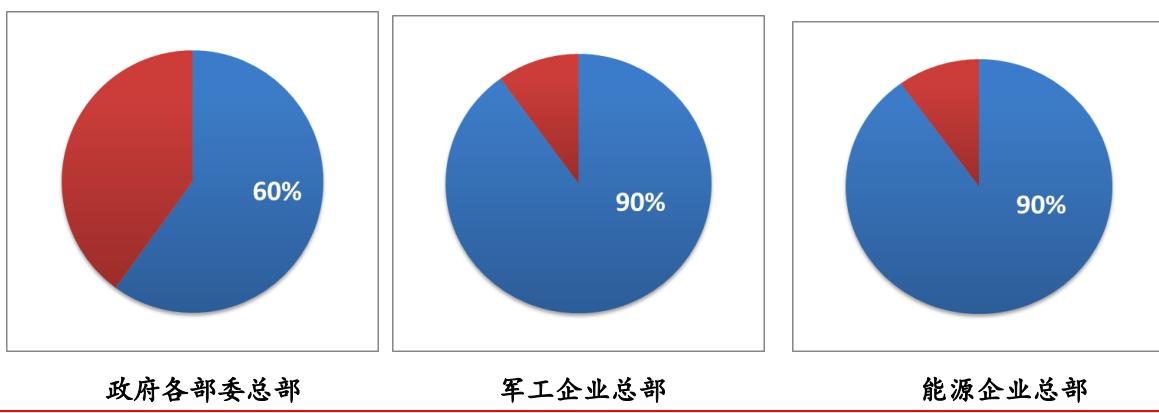


数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

公司产品技术竞争力强，在党政军市场占据龙头地位。公司产品覆盖政府、国防、军队军工、公安、金融、能源、通信、交通、水利、教育等重要行业，用户涉及各行业数千家单位，成功部署数千万终端，并连续多年入围中央政府采购。北信源公司在业界屡获殊荣，荣获国务院颁发的国家科学技术进步二等奖等多项荣誉。在标准制定、重大专项等方面积极配合政府行动。

在国家级、世界级重大会议保障中，北信源公司自 2001 年以来历届全国人大会议、2003 年以来历届全国政协会议提供现场信息安保服务，为 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、2010 年广州亚运会、2011 年深圳大运会、2014 年亚信峰会、2014 年南京青奥会、2015 年国庆阅兵等国际国内大型会议、活动提供信息安全产品及现场信息安保服务并屡受嘉奖。

图 8 公司重大客户市场占有率



数据来源：公司宣传材料 上海证券研究所

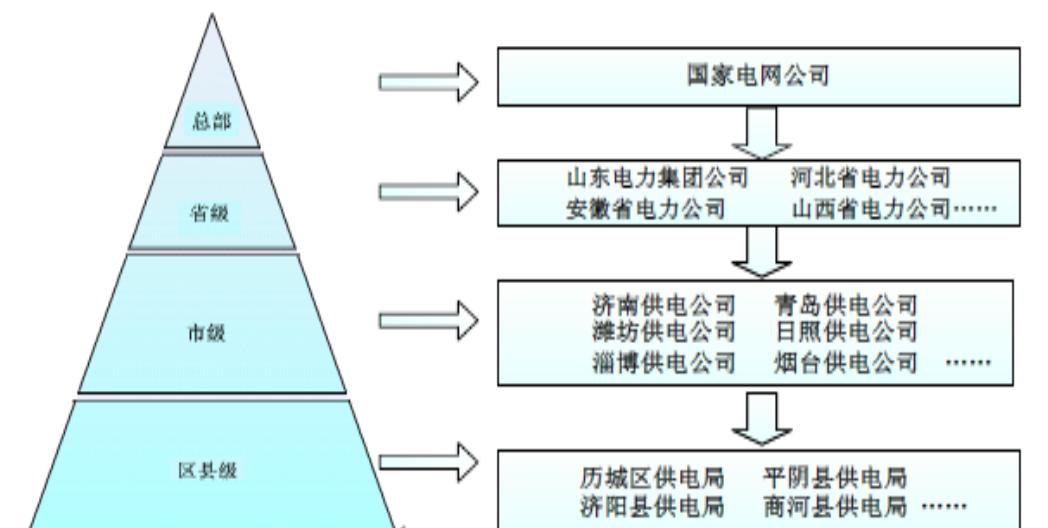
图 9 终端安全管理体系分层结构



数据来源：公司官网 上海证券研究所

公司实施“总部市场策略”(从上到下的灌顶销售)，采取直销、经销相结合的方式，扩大产品销售。公司主要客户为政府部门、军工企业以及金融和能源行业内大中型企业，由于其一般具有较典型的层级结构，对数量庞大的分支机构采取垂直的纵向管理模式。分支机构在采购信息安全产品时通常与总部保持一致。因此公司重点开拓总部机关、由总部机关向其省、市、县级分支机构逐步推广的销售模式。以国家电网系统为例，公司产品首先在国家电网公司部署，然后向各省市电力公司及区县的供电局逐层推广。

图 10 总部市场策略



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.2 纵向外延，深挖终端安全护城河

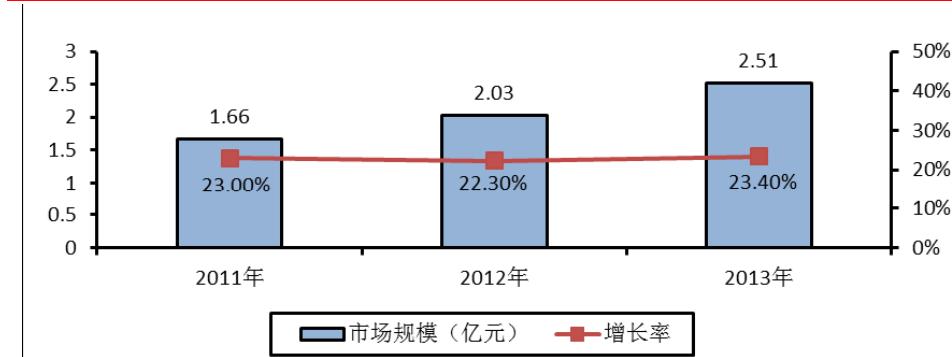
2.2.1 收购中软华泰，补齐服务器短板

2014 年 12 月，公司公告拟全资收购中软华泰，作价 1 亿元人民币。中软华泰 2014-2017 年度的承诺净利润分别不低于 833.33 万元、1041.66 万元、1302.08 万元、1627.60 万元。

公司专注于终端安全领域，在政府、军工、金融、能源等行业占据龙头地位。而信息安全问题涉及终端和服务器两方面，公司在服务器端布局不足。服务器发挥着数据的中转和存储的重要作用，关系到业务系统正常运作、核心应用和重要数据的安全。过去的信息安全产品主要针对终端或服务器其中之一，不能为客户提供整体安全解决方案。通过此次收购，可补齐公司在服务器领域的短板。

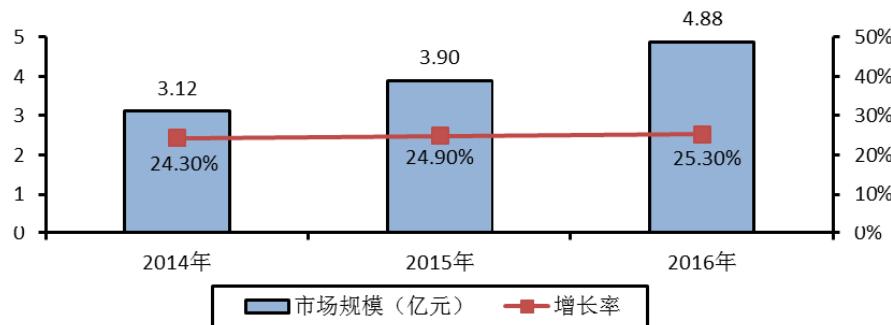
2013 年中国操作系统安全加固市场规模达 2.51 亿元，同比增长 23.4%。预计到 2016 年，市场规模达 4.88 亿元，复合增长率 25.1%。

图 11 2011-2013 年中国操作系统安全加固市场规模与增长



数据来源：赛迪顾问 2014.02 公司公告 上海证券研究所

图 12 2014-2016 年中国操作系统安全加固市场规模与增长预测



数据来源：赛迪顾问 2014.02 公司公告 上海证券研究所

中软华泰是服务器加固领域三强之一。中软华泰、浪潮信息以及椒图科技是服务器加固领域的三强。中软华泰以可信计算技术为基础，强制访问控制技术为核心，构建了一套服务器主动防御体系，能够保障服务器的安全运行。

功能上，中软华泰在于程序可信执行度量，可信代码防篡改，保障所有程序的可信，阻止非授权的程序运行，实现病毒木马的主动防御。产品支持市面上全系列的操作系统，包括国产操作系统。

图 13 操作系统安全加固技术理念



数据来源：中软华泰官网 上海证券研究所

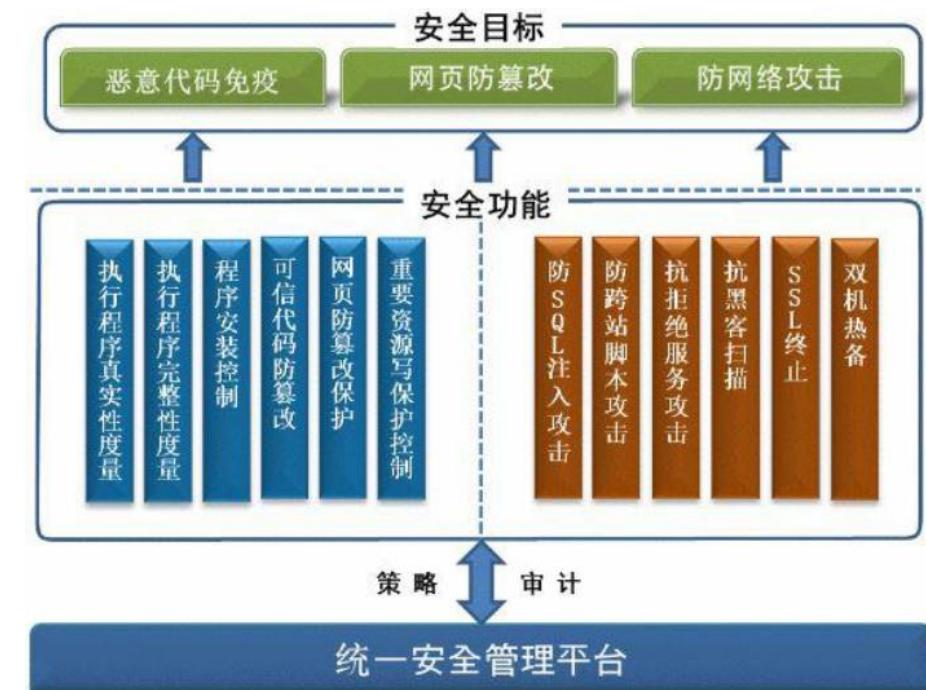
图 14 中软华泰操作系统安全加固系统功能



数据来源：中软华泰官网 上海证券研究所

在原有操作系统基础上，提供基于操作系统内核的安全增强，在操作系统内核层截获应用层的访问请求。以可信计算构建服务器可信运行环境，保证人员、程序、配置都是可信的，从而实现对恶意代码的自免疫，系统漏洞、后门难以被攻击者利用。以访问控制构建服务器的权限控制体系，实施基于 BLP 模型与 BIBA 模型相结合的强制访问控制模型，通过对主体及客体的安全标记，控制主体对于客体的访问权限，实施强制访问控制，严格控制用户行为。

图 15 中软华泰产品的主要功能



数据来源：公司公告 上海证券研究所

2.2.2 参股金城保密，进入涉密领域

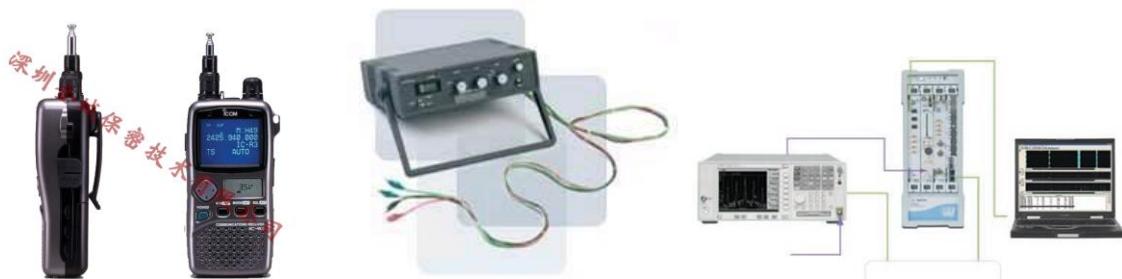
2015年1月，公司联合深圳金天城投资管理中心，共同参与竞买深圳金城 66%的股权，交易完成后公司持股 15%，金天城持股 51%，中科院信息工程研究所(国家保密科学技术研究所)持股 34%。

金城保密在国家保密领域资质齐全。金城保密隶属于国家保密科学技术研究所，拥有国家保密局认证的“国家涉密数据修复资质”、“涉及国家秘密的计算机系统集成软件开发单项资质”、“涉密的计算机系统集成屏蔽室建设单项资质”、“涉密的计算机系统集成甲级资质”等。

金城保密客户集中于政府军队领域。公司客户广泛分布于我国各省、市（区）以及解放军、安全、公安、外交等国家各部委，以及驻香港、澳门地区国家机构。同时，公司还利用深圳的窗口优势，搜集引进国外先进技术装备，吸收消化国外先进的保密技术，以深圳为基地，为全国党政部门及港澳地区的党政系统提供保密产品、保密技术支持和服务。

公司参股金城保密可获得客户协同和业务协同。两家公司的客户尽管都集中在政府和军队军工领域，但覆盖有差异。金城保密的客户一般都要求供应商有严格的资质认证。一方面，公司可凭借金城保密在涉密领域的稀缺资质，将自己的产品推广到涉密领域客户；另一方面，金城保密可借助公司的人员和渠道，将产品推广到更多行业。

图 16 金城保密部分产品





数据来源：金城保密官网 上海证券研究所

三、横向扩展切入大数据和互联网，从产品转向运营

公司2015年9月22日发布定增预案，拟非公开发行不超过3500万股，募集资金不超过15亿元，用于新一代互联网安全聚合通道项目和南京研发运营基地项目的开发。

表4 2015年9月22日公司定增预案的募投项目

项目名称	投资金额	拟投入募集资金金额
新一代互联网安全聚合通道项目	76,986	76,986
(1)Linkdood 及相关基础设施研发	43,173	43,173
(2)Linkdood 即时通信系统运营推广	33,813	33,813
北信源（南京）研发运营基地项目	73,800	73,014
合计	150,786	150,000

数据来源：公司公告、上海证券研究所

3.1 重金打造通信安全底层系统，构建新一代互联网应用体系

Linkdood 力图打造新一代互联网通道，将基础网络通信、信息安全和互联网应用在一个新平台上进行重新整合，为用户提供商用级的社交网络安全通信系统、合作共赢的互联网应用生态圈、互联互通的社交网络安全通信体系、智能化的社交网络通信系统以及自主可控的新一代互联网通道。

简单来说，此项目以安全的通信架构为核心，以即时通信应用为样板，开放 SDK 接口，借助第三方开发者满足客户纷繁多样的需求，构建生态圈。基本思路是构建安全可信的通信基础架构，提供商用级安全通信系统，在此基础上开发即时通信应用。若客户使用满意，很有可能提出基于此安全通信架构的其它需求，公司将开

开放 SDK 接口，鼓励 APP 开发商参与各类 APP 的开发工作，满足客户不同的应用需求，构建 APP 开发生态圈。在应用方面，很容易从即时通信扩展至行业应用，如远程医疗、智能家居、矿产勘探等。

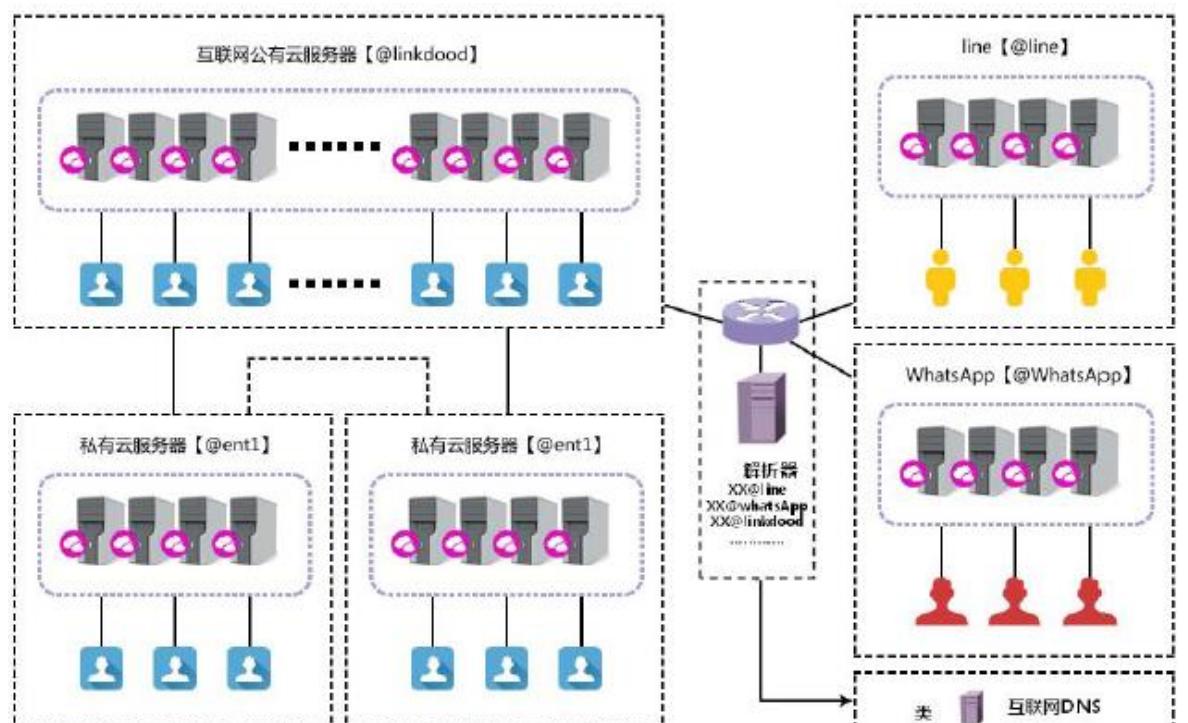
图 17 新一代互联网安全聚合通道项目以安全可信的通信为基础，横向和纵向扩展



数据来源：公司公告 上海证券研究所整理

打破封闭，使各社交网络互联。任何一个企业或个人都可以使用公司的技术快速构建专属的安全的即时通信应用。但同时，这样也造成了众多的“信息孤岛”，各企业和个人群体之间无法互联。此项目还将打造“路由+服务+用户”的创新社交网络通信体系，实现不同属主、不同架构社交网络系统的互联互通。通过上层的路由寻址和协议转换，使不同企业或组织的社交网络系统进行互联，在部署私有服务器的同时，实现在安全策略控制下的安全互联。

图 18 “路由+服务+用户”的创新社交网络通信体系



数据来源：公司公告 上海证券研究所

由此可见，此项目的核心是安全的通信架构。互联网的数据交换和积累几乎都来自“互联”通信。从信息安全层面看，通信层面的安全是决定数据安全的第一道也是最重要的一道防线。因此，大数据时代，通信安全最关键。公司力图通过此项目，打造安全的统一通信标准。

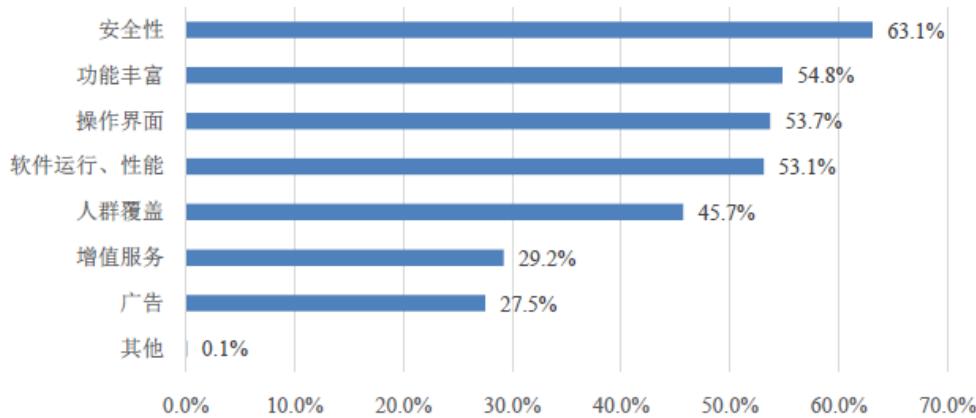
目前 Linkdood 正在内测，预计 10 月底发布，后续还将有更多产品发布。

3.2 党政军需求仍是信息安全市场首要推动主力，目前的即时通信软件无法满足党政军的安全需求

2014 年底，ProPublica 针对全球范围内的主流即时通信软件进行了一次关于通信安全的研究，研究内容主要包括通信内容是否加密传输，密码泄露后历史通信记录是否安全等 7 项指标，结果显示目前主流即时通信软件还不能完全满足客户高安全等级即时通信的需求。但安全性却恰恰是用户选择即时通信应用的首要考虑因素。

图 19 安全性是用户选择即时通信应用的首要考虑因素

我国用户选择移动即时通信应用注重的因素



数据来源：艾瑞咨询 上海证券研究所

根据 IDC 发布的研究报告《中国 IT 安全硬件、软件和服务全景图，2015-2019》显示，2014 年中国 IT 安全市场的规模为 22.398 亿美元，同比增长 18.5%，上、下半年的占比分别为 41.7% 和 58.3%。此次市场增速超过预期，得益于政府、军工、金融以及电信行业的安全硬件产品的市场需求。预计到 2019 年中国 IT 安全市场的规模将达到 4.822 亿美元，2014 到 2019 年的复合增长率为 16.6%。

但是对比整体 IT 投资，信息安全投资的比例依然不足 1%，和美国及日本的成熟市场差距依然明显。2013 年中国 IT 支出已超越日本，仅次于美国达 1827 亿美元。而信息安全仅占其中 1%，仍有

巨大发展空间和潜力。

图 20 中国信息安全市场规模及预测

中国信息安全市场规模及预测（2012-2018）



来源：IDC China IT Security Market Big Picture, 2014-2018

数据来源：IDC 上海证券研究所

根据国外调研机构 eMarketer 数据显示，截止到 2010 年底，企业即时通讯市场规模将达到 6.88 亿美元。其中，中国企业即时通讯软件市场预计到 2010 年年底达到 2 至 3 亿美元。

市场上各类第三方即时通信软件众多，但绝大部分突出便利性不重视安全性。以目前市场上较为流行的环信、融云等为例，它们多为第三方即时通信功能的云 PaaS 商。它们提供开放的 SDK 接口和文档，各 APP 均可使用 SDK 接口为自己开发即时通信功能。比如，脸萌、车友会、百合相亲等均是使用的第三方开放 SDK 接口。

图 21 环信的部分客户



数据来源：环信官网 上海证券研究所

图 22 融云的部分客户



数据来源：融云官网 上海证券研究所

图 23 环信为百合相亲提供的即时通信功能界面



数据来源：环信官网 上海证券研究所

市场上企业级即时通信软件大多无法满足党政军的安全需求。

企业即时通信软件包括：信鸽、微软 LYNC、IBM 的 SameTime、腾讯通 RTX、BigAnt、华为 UC、IMO、汇讯 WiseUC、网络飞鸽等等。其中微软和 IBM 的软件显然无法满足目前党政军自主可控的安全需求。国内软件往往强调易用性，忽略了安全性。

其中，BigAnt 与公司 Linkdood 的目标有小部分类似。它是国内首款政务级即时通讯软件，专为政府部门和企事业单位设计。支持 MSSQL、MySQL 和 Oracle 等多种主流数据库。提供全方位安全可靠的传输加密存储机制，具有高度安全性；支持 Windows、Android、BlackBerry、MAC-PC、Web 等客户端。但是，BigAnt 没有构建生态圈的概念，也没有从底层全面的通信安全入手，仍然存在部分安全隐患。

图 24 BigAnt 的部分政府客户



图 25 BigAnt 的部分企业客户



数据来源：BigAnt 官网 上海证券研究所

数据来源：BigAnt 官网 上海证券研究所

表5 部分企业即时通信软件优缺点对比

软件名称	优点	缺点
微软 LYNC	与 windows 操作系统和 office 办公软件深度融合，功能强大	无法满足党政军的安全性需求；不支持国产操作系统
IBM 的	接口开放，最早的一批企业级 IM 软件	无法满足党政军的安全性需求（不符

SameTime		合去 IOE 背景); 用户越来越少; 不支持国产操作系统
腾讯 RTX	曾经是用户数最多的软件，超过 5000 家企业客户；继承 QQ 的功能和影响力	2009 年停止开发；安全性存疑；只适用 windows 操作系统
BigAnt	首款政务级即时通讯软件；提供全方位传输加密；支持 windows、Android、Black Berry、Mac、Web 等	安全机制集中在应用层，没有统一的整体安全考虑；无法支持生态圈的建设
华为 UC	结合统一通信网关，与 VOIP 系统融合	本身不看重 IM 架构的独立化，没有单独的 IM 产品发售

数据来源：百度百科、各公司官网、上海证券研究所整理

根据我们的比较，市面上的各种企业级即时通信软件或第三方即时通信软件和公司的 Linkdood 有很大差别，具体表现在：

1. 没有从通信底层安全入手

市面上很多软件以易用性为卖点，安全性重视不够。安全措施往往都是应用层的安全，没有考虑整体通信环境的安全可信。而外国软件尽管功能比较全面，但不满足当前党政军自主可控的安全要求，也不符合去 IOE 的大背景。

2. 没有构建生态圈的概念，无法纵向和横向扩展

市面上软件仅以 IM 为入手和功能卖点，尽管部分软件开放了部分接口让企业做定制，但都没有构建生态圈的想法。第三方即时通信软件尽管全面开放 SDK 接口，但无法帮助各 APP 做推广。公司可依托自己的客户资源和统一的安全可信的通信开放接口，为各 APP 厂商做推广，并构建生态圈。

3. 无法打通不同应用之间的信息隔离

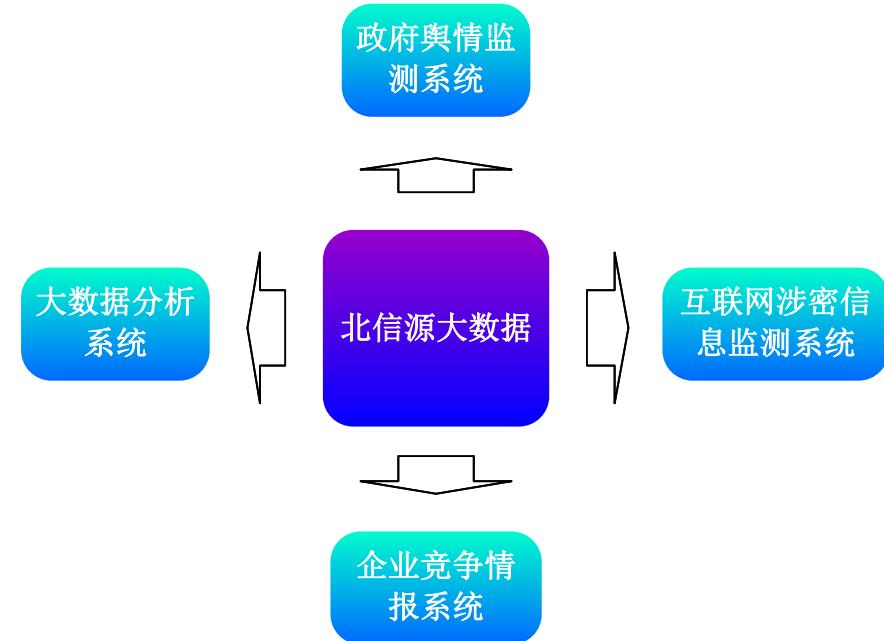
市面上软件往往都局限在 IM 功能上，尽管可以用在各行各业，但存在“信息孤岛”的问题。公司的 Linkdood 可以打通各孤岛，做到互联互通，并通过大数据、人工智能等技术，为 IM 提供附加价值，帮助提高用户黏性。

3.3 终端安全入口，深挖内网大数据服务

公司将终端安全产品做为互联网入口，采集客户大数据，通过数据挖掘和人工智能等技术，打造“大数据”内网安全产品生态体系。通过大数据技术“加固内网安全”和“提升管理效率”。一方面，可对数据进行安全分析，找到企业的安全隐患，并帮助企业实施信息安全控制；另一方面，通过对客户运营数据的分析，找到运营管理缺口并改善，同时可以为企业开发新产品做数据支撑平台。公司还为政府、企业等客户开发了舆情监控、信息监控和企业情报系统等大数据产品。

目前，公司内网大数据产品已在多家企业试点，预计明年可贡献千万级别的收入。

图 26 北信源大数据产品系列



数据来源：北信源官网 上海证券研究所

五、盈利预测

5.1 预测前提

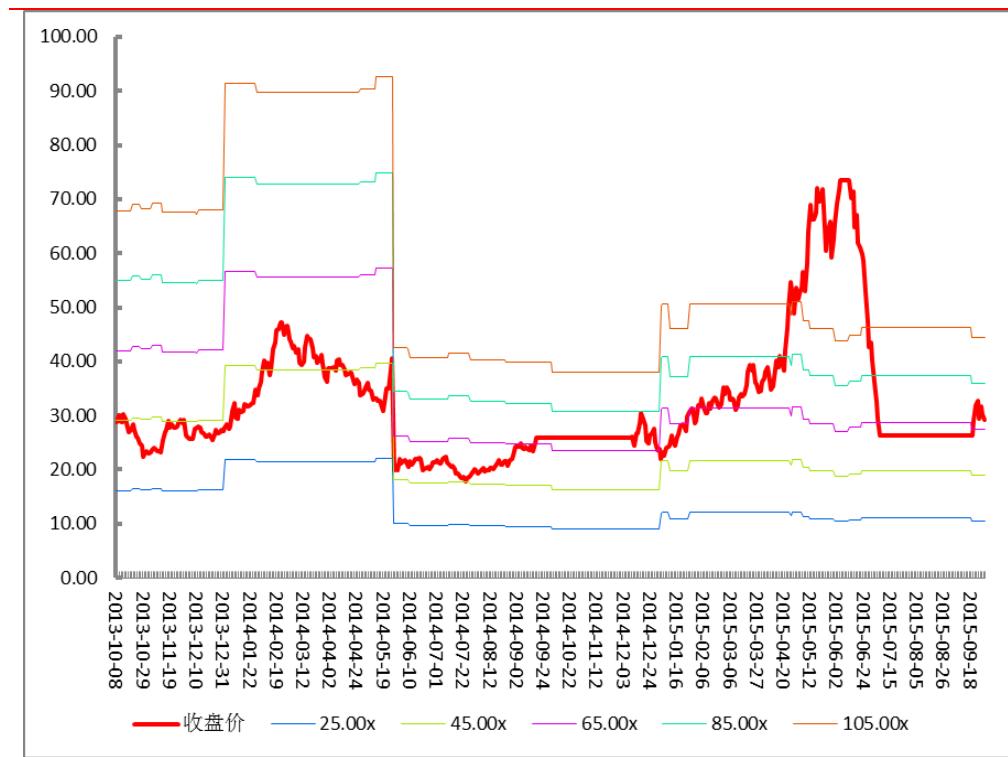
假设中软华泰可达成承诺净利，2014~2017 年度的承诺净利润分别不低于 833.33 万元、1041.66 万元、1302.08 万元、1627.60 万元。假设金城保密未来两年年增长 20%，2015~2016 年净利为 876.5 万元和 1051.8 万元，公司持股 15%，可获得 131.48 万元和 157.8 万元的少数股东权益。

暂不考虑公司定增项目带来的费用投入。

5.2 盈利预测及公司估值

我们预计，公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.39、0.48 和 0.60 元人民币。根据 9 月 30 日收盘价 29.3 元计算，公司 2015~2017 年市盈率分别为 75.6、61.6 和 48.9 倍。

图 27 北信源历史 PE



数据来源: Choice 上海证券研究所

六、风险提示

1. 党政军需求不达预期
2. 市场竞争激烈导致毛利率降低
3. 中软华泰和金城保密业绩不达预期

七、附表

附表1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	228.20	262.73	323.66	399.01	497.66
二、营业总成本	178.92	198.37	232.94	286.68	355.54
营业成本	47.02	31.71	37.88	46.22	55.62
营业税金及附加	3.42	3.88	4.79	5.90	7.36
销售费用	56.98	66.35	81.74	100.77	125.68
管理费用	66.04	82.03	100.33	123.69	154.28
财务费用	-7.40	-9.11	-11.22	-13.84	-17.26
资产减值损失	12.86	23.50	19.42	23.94	29.86
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	49.28	64.37	90.72	112.32	142.12
加：营业外收入	18.58	9.79	22.04	26.13	32.09
减：营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	67.87	74.15	112.76	138.45	174.21
减：所得税	0.08	6.16	9.37	11.50	14.47
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	67.79	67.99	103.40	126.95	159.74
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	67.79	67.99	103.40	126.95	159.74
七、摊薄每股收益(元)	0.51	0.25	0.39	0.48	0.60
总股本(百万股)	133.40	266.80	266.80	266.80	266.80

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表2 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务主营收入测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
安全产品	157.49	193.35	244.92	306.15	382.68
技术服务	25.61	39.11	43.02	51.06	64.91
硬件及其它	24.66	26.46	35.72	41.80	50.07
合计	207.76	258.92	323.66	399.01	497.66
分业务主营成本测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
安全产品	7.62	10.49	11.16	15.12	19.03
技术服务	2.71	3.67	4.19	5.05	6.28
硬件及其它	16.66	14.88	22.54	26.04	30.31
合计	26.99	29.04	37.88	46.22	55.62
分业务增速	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
安全产品	13.52%	22.77%	26.67%	25.00%	25.00%
技术服务	-6.67%	52.71%	10.00%	18.68%	27.13%
硬件及其它	8.78%	7.30%	35.00%	17.03%	19.78%
合计	10.02%	24.62%	25.00%	23.28%	24.73%
毛利率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
安全产品	95.16%	94.57%	95.44%	95.06%	95.03%
技术服务	89.42%	90.62%	90.27%	90.10%	90.33%
硬件及其它	32.44%	43.76%	36.90%	37.70%	39.46%
合计	87.01%	88.78%	88.30%	88.42%	88.82%

资料来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 虞婕雯 王兴林

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。