

国舜股份：布局金融反欺诈业务，业绩高速增长可期

——新三板战略新兴产业洞察，No.4

报告摘要：

公司是信息安全产品和服务提供商，业绩增长迅速，2016 年营收达到 6803.47 万元，较去年增长 34.86%；净利润实现 1013.78 万元，较去年增长 7.44%。近年提出全生命周期安全服务体系概念，其中包括安全控制、安全操作、安全支撑、安全培训等要素，覆盖信息系统的全生命周期；目前已经应用在民生银行、吉林银行、包商银行。考虑到目前我国股份制银行与城商行的一个重要实际情况是将大量信息系统开发工作通过外包人员实现，安全较难得到保障，由此看好该细分领域的市场前景。

此外，公司积极布局银行等大中型金融机构反欺诈业务，推出了针对股份制银行等大型金融机构的金融反欺诈第三方解决方案。公司在与民生银行等金融机构的深度合作过程中积累了丰富的经验，对于银行内部 IT 架构有较为深刻的认识，因而我们看好公司在金融反欺诈领域的发展前景。

预计 2017-2019 年营业收入分别为 1.13 亿元、1.59 亿元和 2.20 亿元；归属于母公司净利润分别为 0.26 亿元、0.43 亿元和 0.66 亿元；每股净收益分别为 0.58 元、0.98 元和 1.48 元。

考虑新三板挂牌企业中具有一定盈利能力的企业（以 2016 年净利润大于等于 1000 万作为标准），其 PE 中位数为 18.60（剔除负数以及 500 以上极值，下同）；A 股市场 PE 中位数为 48.36，与 A 股主板市盈率折价为 3.8 折。按照一致预测，目前 A 股知名信息安全公司参照 18 年净利润的 PE 均值为 37.48（统计包括启明星辰、绿盟、北信源、卫士通、蓝盾股份；因样本数量较少采用平均值）。公司对次年净利润的合理的估值区间在 14-16 倍之间，以 18 年每股收益按照 16 倍市盈率测算，目标价格为 15.68 元。

给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：存在金融反欺诈领域业务规模不及预期风险。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	50.45	68.03	112.52	158.88	219.66
增长率（%）	61.10%	34.86%	65.38%	41.21%	38.25%
净利润（百万元）	9.44	10.14	25.79	43.29	65.58
增长率（%）	90.63%	7.44%	154.41%	67.85%	51.48%
净资产收益率（%）	24.74%	18.24%	33.87%	39.08%	40.17%
每股收益（元）	0.42	0.23	0.58	0.98	1.48
PE	27.55	50.30	19.84	11.82	7.80
PB	7.59	9.20	6.72	4.62	3.13

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2017 年 6 月 19 日

强烈推荐/首次

国舜股份

深度报告

杨若木

010-66554032

执业证书编号：

洪一

010-66554406

执业证书编号：

韩宇

010-66554131

岳鹏

010-66554013

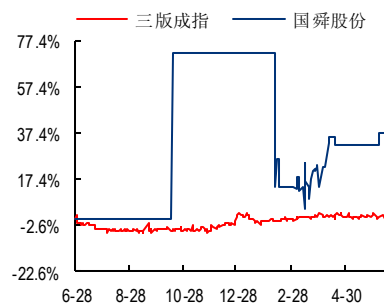
张高艳

010-66554030

交易数据

上市以来股价区间（元）	8.00-15.01
总市值（亿元）	5.31
流通市值（亿元）	1.91
总股本/流通股（万股）	1590/4422

股价走势图



资料来源：东兴证券研究所，采取向前方式复权

目录

1. 信息安全产品及服务提供商	4
1.1 公司概况	4
1.2 注重信息安全研究，产品线齐全，竞争实力强	4
2. 网页防护：受专精化安全变革趋势推动，行业再度升温	7
2.1 专精化安全-现阶段最重要的行业趋势	7
2.1.1 威胁新形势下，防护思路亟需更新	7
2.1.2 防护思路转变，专精化安全细分市场值得关注	8
2.2 web 防护细分市场随之受益	9
2.2.1 不容忽视的 web 安全现状	9
2.2.2 waf 重要意义凸显，细分领域持续快速增长	10
3. 技术实力雄厚，安全服务业务前景向好	11
3.1 安全防护技术实力强	11
3.2 看好安全服务细分领域发展前景	12
4. 聚焦金融行业，大力拓展全生命周期开发安全+反欺诈新兴业务	13
4.1 全生命周期开发安全	13
4.2 金融反欺诈	13
5. 盈利预测及估值	15
5.1 营收预测	15
5.2 估值测算	15
6. 投资评级	16
7. 风险提示	17

表格目录

表 1: 公司产品线概览.....	4
表 2: 2013-2016 年公司前五大客户情况	5
表 3: 针对我国 APT 攻击以及近期活动情况	7
表 4: 2016 年银行被盗事件汇总.....	8
表 5: 公司所掌握的关键技术汇总.....	11
表 6: 公司盈利预测.....	18

插图目录

图 1: 2013-2016 年公司营业收入情况	4
图 2: 2013-2016 年公司净利润情况	4
图 3: 2014-2016 年公司收入构成情况	5
图 4: 2014-2016 年公司毛利率变化情况	5
图 5: 我国境内科研机构、政府单位成为 APT 攻击的重点目标	8
图 6: 自适应安全概念.....	9
图 7: 16 年我国网站篡改情况, 数量	9
图 8: 16 年我国网站篡改情况, 种类	9
图 9: 16 年我国网站被植入后门情况, 数量	10
图 10: 16 年我国网站被植入后门情况, 种类.....	10
图 11: 2015-2019 年我国 waf 市场规模与预测.....	10
图 12: 公司与友商业务资质情况对比	12
图 13: 我国信息安全服务市场规模及预测	12
图 14: 公司全生命周期安全服务体系框架	13
图 15: 公司金融反欺诈产品设计思想	14
图 16: 公司金融反欺诈产品架构图	14

1. 信息安全产品及服务提供商

1.1 公司概况

北京国舜科技公司（以下简称公司）成立于 2003 年 8 月，于 2015 年 12 月挂牌新三板。业务覆盖信息安全产品、信息安全服务与信息安全集成三大领域，先后在北京奥运会、上海世博会、广州亚运会提供信息安全技术保障服务。目前，公司在金融、电信运营商、政府、互联网等不同领域获得了大量客户，拥有大量千万级的行业应用案例。近年增加大数据安全态势感知产品线、全生命周期开发安全产品线、国舜云平台产品线、金融反欺诈产品线。成果显著。其中大数据安全态势感知产品和开发安全产品分别支持用户获得移动集团科技进步一等奖和银监会科技成果二等奖。

1.2 注重信息安全研究，产品线齐全，竞争实力强

公司主要的产品及服务主要分为三大类：信息安全产品类、信息安全服务类和信息安全集成类。

表 1：公司产品线概览

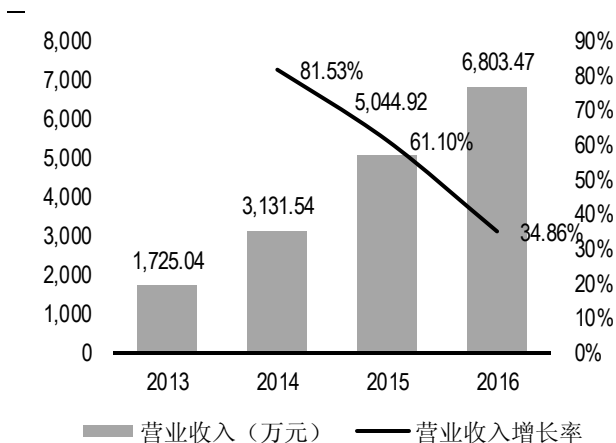
分类	子类	介绍
信息安全产品	云平台类信息安全产品	主要包括网站安全综合监控云平台和云日志审计平台
	网站、服务器、数据防护类信息安全产品	网页防篡改保护系统、网站防护盾（Web 云主机防护）、主机安全宝、WEB 应用防火墙、抗拒绝服务系统（DDoS）、关键数据安全管理系统
	移动互联网信息安全产品	手机 APP 安全加固系统
信息安全服务	增值服务	主要包括产品增值服务、产品保修服务、信息安全培训服务
	基础信息安全服务	包括体系咨询类服务、信息安全评估类服务、信息安全加固类服务和应急响应类服务
	新技术信息安全服务	手机 APP 检测服务、加固服务、渠道监测服务，微信第三方应用信息安全检测服务和无线信息安全检测服务等新技术领域的信息安全服务
信息安全集成	第三方产品信息安全集成	从事信息系统工程的安全需求界定、安全设计、建设实施、安全保证，使建设完成后的信息系统满足建设方或使用方的安全需求的活动

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

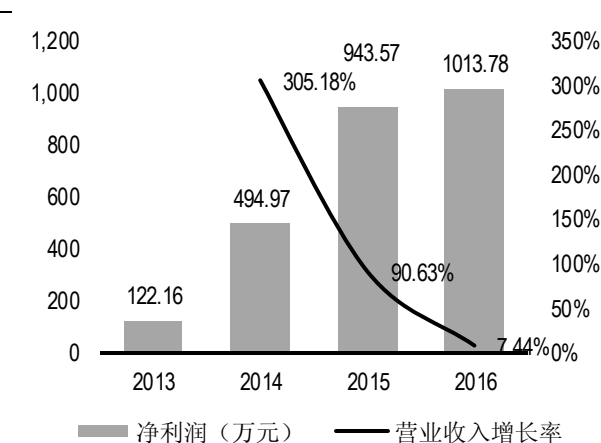
2016 年，公司营收达到 6803.47 万元，较去年增长 34.86%；净利润实现 1013.78 万元，较去年增长 7.44%。

图 1：2013-2016 年公司营业收入情况

图 2：2013-2016 年公司净利润情况



资料来源：公司公告, 东兴证券研究所



资料来源：公司公告, 东兴证券研究所

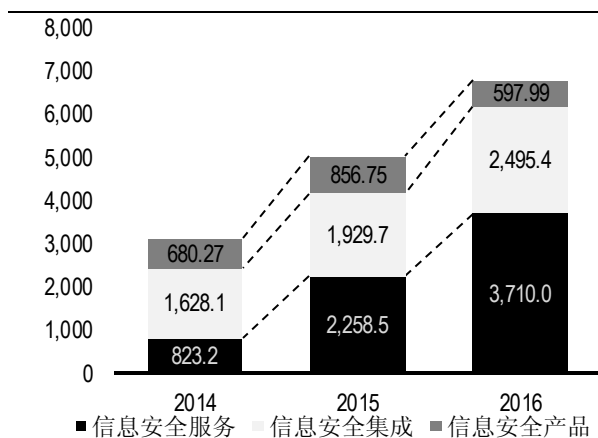
表 2：2013-2016 年公司前五大客户情况

时间	客户名称	销售金额 (元)	年度销售百分比
2016	北京方正世纪信息系统有限公司	6565940.15	9.65
	中国民生银行股份有限公司	6068537.36	8.92
	网神信息技术(北京)股份有限公司	3231623.93	4.75
	吉林银行股份有限公司	2679546.02	3.94
	包商银行股份有限公司	2396226.42	3.52
2015	中国科学技术大学	6413830.40	12.71
	北京浩丰创源科技股份有限公司	5995726.50	11.88
	紫光软件系统有限公司	5360565.13	10.63
	北京睿至大数据有限公司	4641509.28	9.2
	北京紫软优易软件技术有限公司	3271698.10	6.49
2014	中国科学技术大学	19118786.86	61.05
	中国移动通信集团四川有限公司	1477975.76	4.72
	中国移动通信集团上海有限公司	1350301.56	4.31
	中国移动通信集团北京有限公司	1024198.92	3.27
	齐鲁银行股份有限公司	754245.26	2.41
2013	北京紫软优易软件技术有限公司	1333333.35	7.73
	中国移动通信集团山西有限公司	1140413.01	6.61
	中国移动通信集团广东有限公司	1126345.31	6.53
	中国移动通信集团云南有限公司	1012649.57	5.87
	中国移动通信集团甘肃有限公司	939965.79	5.45

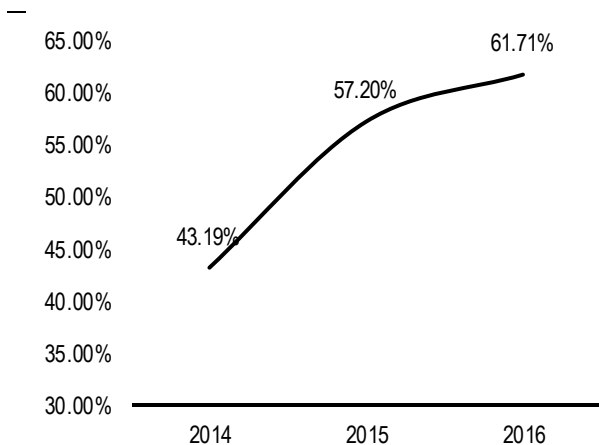
资料来源：公司资料, 东兴证券研究所

业务模式转型安全服务提供商，毛利稳步提升。在 2014 至 2016 年间，公司的主要业务已经由安全集成（占 2014 年总营业额的 52%）转变到安全服务（占 2016 年收入的 79%）。

图 3：2014-2016 年公司收入构成情况
图 4：2014-2016 年公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告,东兴证券研究所



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

2. 网页防护: 受专精化安全变革趋势推动, 行业再度升温

2.1 专精化安全-现阶段最重要的行业趋势

2.1.1 威胁新形势下, 防护思路亟需更新

传统信息安全服务模式以硬件设施建设和系统建设为主, 更多偏向防火墙、杀毒软件和入侵检测, 从而构建全面化防护体系以完整的结构来抵御攻击, **相关产品占据我国安全市场大多数的市场份额**。而面对层出不穷的新的攻击手法与高度组织化的黑客行为, 属于被动防御方式的全面化防护思路缺乏灵活性与主动性, 难以适应新环境。

新的攻击正在展示出如下的特征:

- ◆ **高度组织化的黑客攻击行为**。目前已经有了成熟、完整且庞大的黑色产业链, 与传统意义上黑客处于兴趣或名声从事攻击行为不同, 现在很多造成巨大威胁的组织团体以窃取有价值的数据或商业机密为主要目的, 甚至背后有政府的支持。高度组织化的攻击往往具有目标明确、技巧高超、难于发现与追踪的特点, 使得受攻击者在难以察觉的前提下泄露大量核心机密, 带来的损失难以估量。
- ◆ **0-day/1-day 漏洞的广泛应用, 带来 APT 攻击显著增长**。业界一般将已经公布但尚无官方补丁漏洞叫 0-day 漏洞, 已有官方补丁但是其公布时间较短、用户尚未广泛应用补丁进行安全防范的漏洞叫作 1-day 漏洞。对于基于这些高级别漏洞的攻击, 传统的全面化解决方案试图通过多种安全产品搭建“堡垒式”保护罩的思路显得不堪一击。

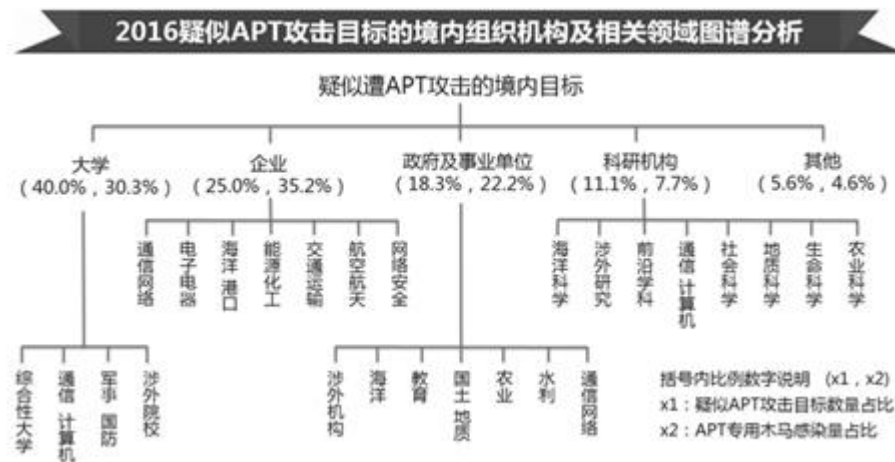
面对新威胁, 传统思路难以适应时代。数据显示, APT 频发:

表 3: 针对我国 APT 攻击以及近期活动情况

APT 代号	首披露厂商	最早活动	最近活动
APT28	Fireeye	2007 年	2016 年 11 月
APTC-12	360	2011 年	2016 年 10 月
OceanLotus	360	2011 年	2016 年 11 月
蔓灵花	Forcepoint	2013 年	2016 年 11 月
索伦之眼	Symantec	2010 年	2016 年 8 月
摩诃草	Norman	2009 年	2016 年 11 月

资料来源: 奇虎 360, 东兴证券研究所

图 5：我国境内科研机构、政府单位成为 APT 攻击的重点目标



资料来源：奇虎 360，东兴证券研究所

防护级别高的金融系统依旧不够安全，目标位窃取银行资金的网络攻击已经开始逐步涌现：

表 4：2016 年银行被盗事件汇总

攻击时间	被攻击银行	计划窃取	实际损失
2015 年 1 月	厄瓜多尔银行	未知	1200 万美元
2015 年 10 月	疑似菲律宾某银行	未知	未知
2015 年 12 月	越南先锋银行	120 万欧元	无
2016 年 2 月	孟加拉国央行	9.51 亿美元	8100 万美元
未知	疑似香港某银行	未知	未知
未知	疑似菲律宾、新西兰某银行和其他 10 多家金融机构	未知	未知

资料来源：奇虎 360，东兴证券研究所

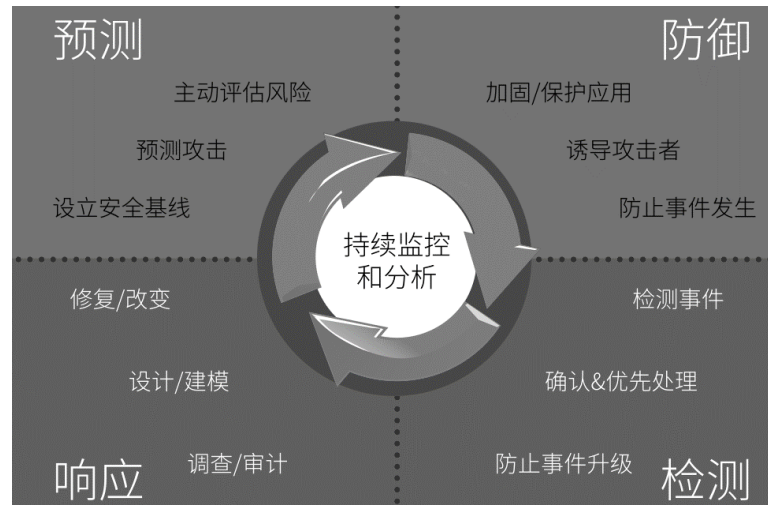
2.1.2 防护思路转变，专精化安全细分市场值得关注

安全防护理念与思路正在经历剧烈转折，具体包括：

- ◆ **防护思路从全面化向专精化的转变。**全面化防护思路更像是构建堡垒，力求以看上去完整的结构来抵御攻击，但是新的攻击手法涌现与高度组织化的黑客行为，使得构建纯净的内部网络的愿望成为“乌托邦”似的幻想。安全从业者不得不面对并接收这样一个事实：内网并不安全，攻击或许已经发生。因而，对于数据等核心业务资产的保护就成了现阶段的当务之急，数据库安全防护、数据防泄漏、文档加密是专精化安全时代安全产品的代表。
- ◆ **安全产品高度协同化的趋势。**应对新兴威胁的另一个重要手段就是协同，通过防火墙、终端、IPS/IDS 之间高度的信息共享，通过大数据分析手段、结合威胁情报，发现可能存在的安全隐患。

- ◆ **自适应安全。**概念由 Gartner 提出, 自适应安全强调检测、响应和预测的能力; 安全策略贯穿防护、检测响应和预测四个阶段, 如下图所示。

图 6: 自适应安全概念



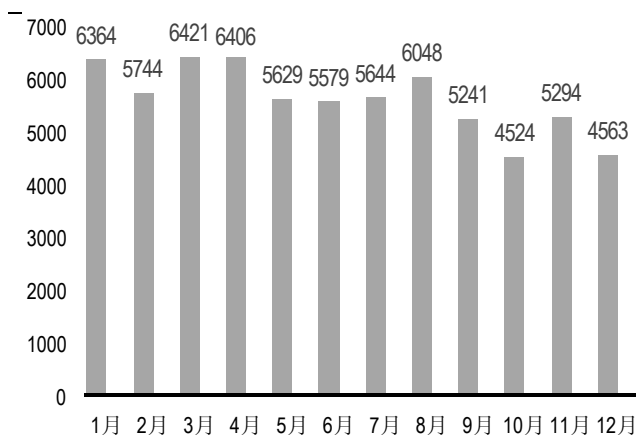
资料来源: Gartner, 绿盟科技, 东兴证券研究所

2.2 web 防护细分市场随之受益

2.2.1 不容忽视的 web 安全现状

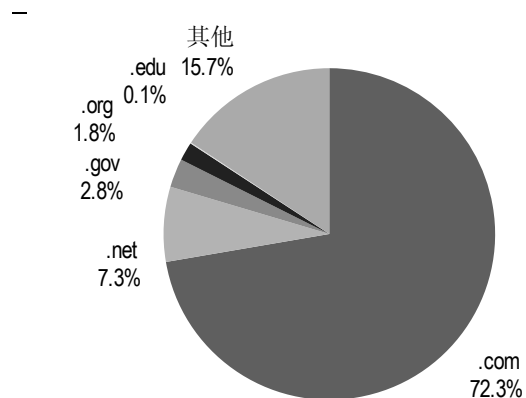
我国网页篡改现状堪忧。据 CNCERT, 15 年我国境内遭遇篡改攻击的网站共有 24550 个, 尽管数量较 2014 年有所下降 (16758 个、下降幅度 31.7%), 网页安全的整体形势依然不容乐观。

图 7: 16 年我国网站篡改情况, 数量



资料来源: CNCERT, 东兴证券研究所

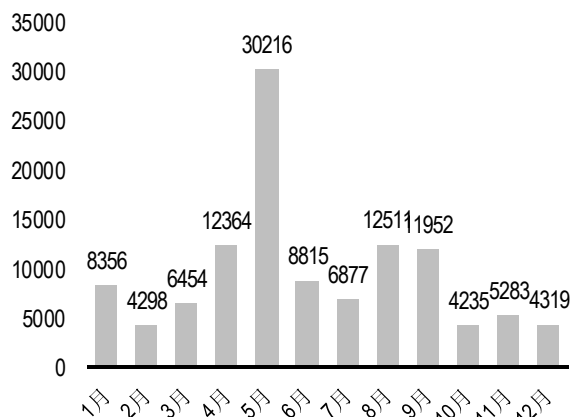
图 8: 16 年我国网站篡改情况, 种类



资料来源: CNCERT, 东兴证券研究所

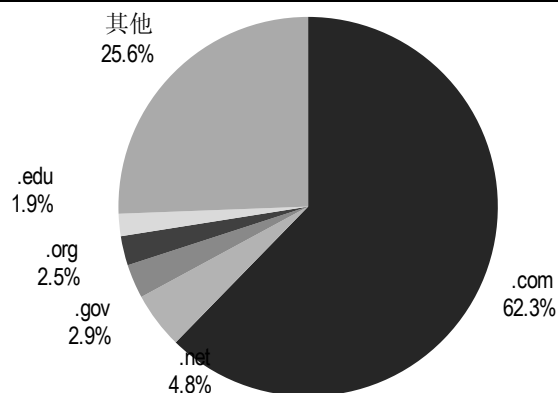
网络攻击呈现出明显的以利益为导向的特征, 大量网站遭到入侵后被留下后门。通过后门, 黑客可以对服务器进行控制, 查看、修改其中的文件, 窃取数据。2016 年 CNCERT 检测到 82072 个网站存在被植入后门的情况, 其中 2361 个为政府网站。

图 9: 16 年我国网站被植入后门情况, 数量



资料来源:《百度安全打击网络黑产白皮书》,东兴证券研究所

图 10: 16 年我国网站被植入后门情况, 种类

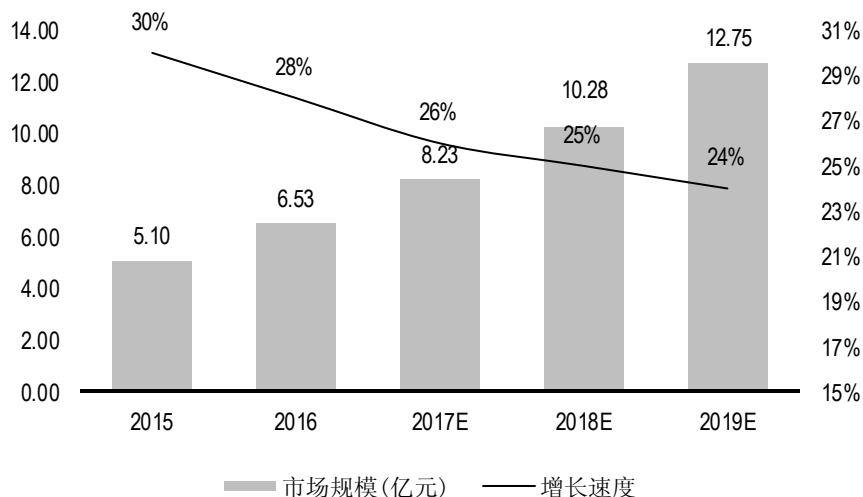


资料来源:《百度安全打击网络黑产白皮书》,东兴证券研究所

2.2.2 waf 重要意义凸显, 细分领域持续快速增长

据 Gartner, 2015 年全球 waf 市场规模为 5.16 亿美元, 亚太地区占 29%, 对应 1.50 亿美元; 以我国占一半做估算, 我国市场规模为 5.1 亿元。伴随 web 攻击频发, waf 产品近年受到重视程度显著增强, 我们判断其增长速度应当较为明显的高于目前安全产业总体增速(约 20%), 预计近 3 年行业规模增速维持在 25%-30%区间, 市场有望在 2019 年达到逾 12 亿元的市场规模。

图 11: 2015-2019 年我国 waf 市场规模与预测



资料来源: Gartner、东兴证券研究所

3. 技术实力雄厚，安全服务业务前景向好

3.1 安全防护技术实力强

技术积淀丰富。拥有 39 项软件著作权，并将其应用到公司的信息安全产品和信息安全服务过程中使用的工具。目前公司掌握的核心技术涵盖文件防篡改、数据检索、安卓环境脱壳等领域。

表 5：公司所掌握的关键技术汇总

技术名称	内容和水平	相关产品和服务
云集群管控平台技术	该技术能将整个平台部署在云端，实现多引擎的多区域分布、数据共享、统一弹性管理	安全综合监控云平台、云日志审计平台、网站防护盾（云防护）
大数据存储、检索技术	采用独特压缩技术，实现大数据的高效存储。采用硬盘分片，云主机、多线程并发技术，实现静态检索的高效	安全综合监控云平台、云日志审计平台、网站防护盾（云防护）
文件驱动防篡改技术	以驱动加载技术实现文件的防篡改	网页防篡改保护系统、网站防护盾（云防护）
脚本沙箱木马检测技术	该技术采用虚拟机脱壳引擎（VM Unpack Engine VMUE）技术思想，对脚本进行动态分析，检测挂马脚本，能够检出未知网页木马。	安全综合监控云平台
业务流程录制播放技术	该技术能处理 WEB2.0 技术中网站网页的检索	安全综合监控云平台
基于 Flash、Javascript 技术的爬虫技术	该技术能通过投射原理，快速识别扫描攻击行为	安全综合监控云平台
漏洞扫描攻击行为识别技术	该技术能通过投射原理，快速识别扫描攻击行为	安全综合监控云平台、云日志审计平台
安卓 APP 内存代码扑获技术	该技术通过内存锁定和镜像技术，可以将各种加密源代码脱壳，实现加密安卓 APP 反编译	手机 APP 检测服务
安卓代码加密技术	该技术通过构造一个虚拟机和加密算法，实现安卓代码的动态加固，防止反编译	手机 APP 安全加固系统
面向软件生命周期的开发安全风险模型	通过在软件生命周期的需求、设计与开发、测试、部署等等各个阶段引入安全风险控制措施，使信息安全管理 100% 覆盖开发的全过程，大大提高了开发过程的安全性以及开发出来的业务系统的安全性	信息安全开发咨询服务

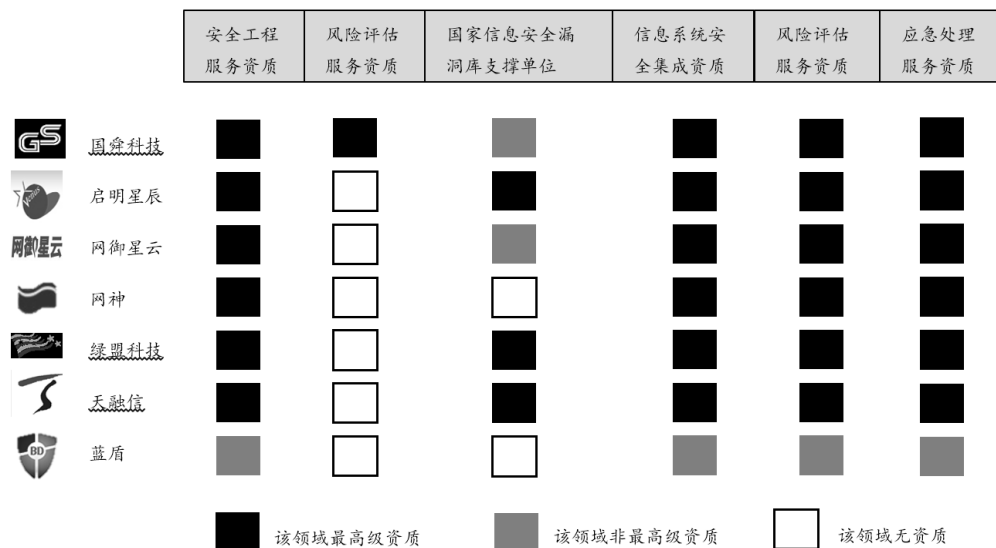
资料来源：公司资料，东兴证券研究所

参与重要标准制定，包括：中国移动门户网站及网上营业厅安全技术规范、公安部牵头制定的 web 应用安全扫描产品的技术国标、中国移动网站安全编码技术规范。行业影响力大。公司是首批入盟中国互联网络网络安全威胁治理联盟会员、中国网络安全产业联盟理事单位、中国网络安全与信息化联盟理事单位。

团队实力雄厚。目前拥有研发、技术人员 69 人，占员工半数以上。其中，本科及以上学历的员工占比 76%；多数研发、技术人员具有 3 年以上的信息安全行业开发从业经验。

资质齐全。公司是国内少有的通过多项顶级安全服务资质认证的企业之一。

图 12: 公司与友商业务资质情况对比

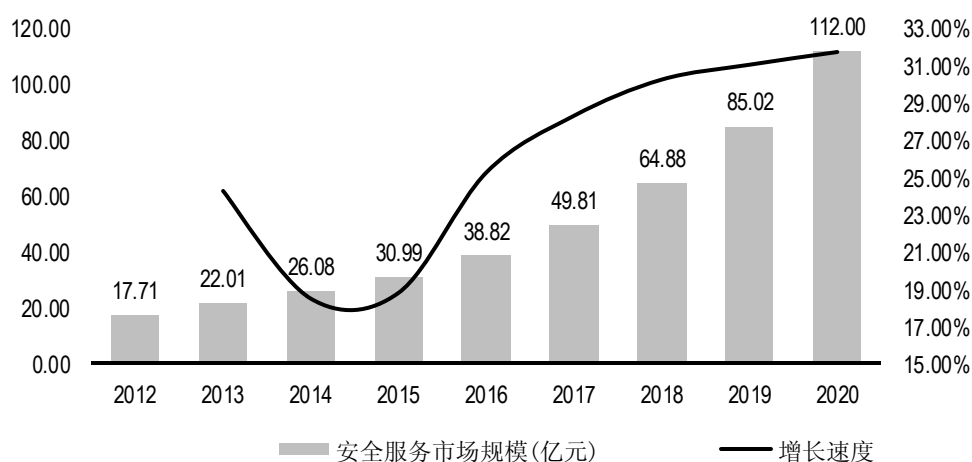


资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

3.2 看好安全服务细分领域发展前景

据赛迪, 我国信息安全服务*市场规模在 2015 年达到 30.99 亿元市场规模, 占整体安全市场比重约为 11%。安全服务市场规模偏小, 但是成长潜力巨大。如我们前面的论述, 目前的安全新形势将催生对于网站渗透测试、攻防测试、APT 攻击检测等业务的需求, 利好安全服务细分领域。我们对安全服务今后的发展态势持乐观判断, 预计其将以 CAGR 超过 30% 的增速在 2020 年达到 112 亿的市场规模。(注, 此处安全服务指传统信息安全服务)。

图 13: 我国信息安全服务市场规模及预测



资料来源: 赛迪顾问, 东兴证券研究所

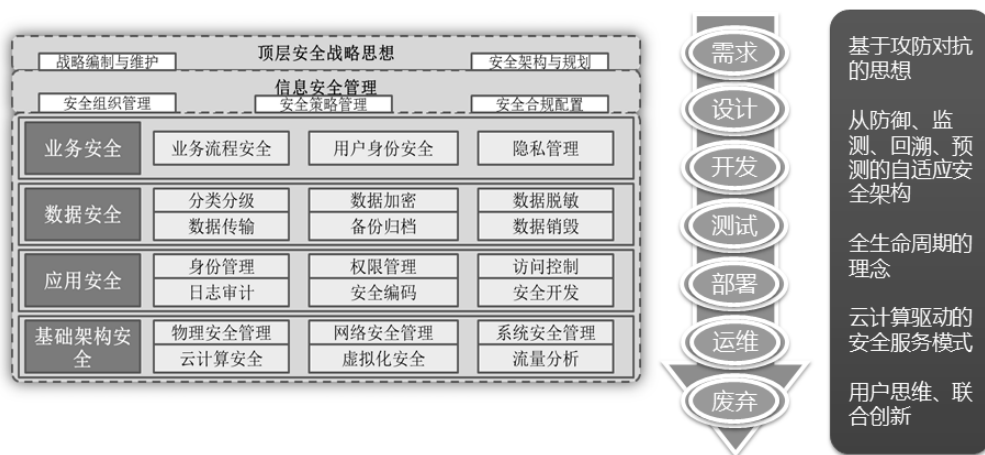
4. 聚焦金融行业，大力拓展全生命周期开发安全+反欺诈新兴业务

4.1 全生命周期开发安全

目前我国股份制银行与城商行信息系统的一个重要实际情况是：在编人员有限，不得不将大量开发工作依赖外包人员实现；外包团队人员素质良莠不齐，所开发出的系统信息安全隐患较多。对于银行来说，这样开发出的信息系统的安全难以把控。

就此，公司提出全生命周期安全服务体系概念，其中包括安全控制、安全操作、安全支撑、安全培训等要素，覆盖信息系统的全生命周期。目前体系已经应用在民生银行、吉林银行、包商银行的信息系统开发中。

图 14：公司全生命周期安全服务体系框架



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

4.2 金融反欺诈

公司率先推出了针对股份制银行等大型金融机构的金融反欺诈第三方解决方案。主要包括三个部分：

- ◆ **数据接入。**同时接入金融机构内部沉淀的数据和外部数据。
- ◆ **分析学习。**对数据进行分析，描绘用户行为、特征。
- ◆ **实时处理。**运用欺诈识别模型判别每笔交易的风险，对存疑交易采取限制、补充验证、冻结账户等措施来规避交易风险。

系统设计的关键点在于如何充分高效的利用沉淀在金融机构内部的海量数据，同时保证系统效率足够高，以满足支付等对延迟时间敏感的业务需求。公司在与民生银

行等金融机构的深度合作过程中积累了丰富的经验，对于银行内部 IT 架构有较为充分的认识，因而介入此领域具有优势。

图 15：公司金融反欺诈产品思想



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 16：公司金融反欺诈产品架构图



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1 营收预测

我们判断, 公司在安全产品、安全集成这两块业务将保持稳定增长。以 waf 细分领域整体市场规模增速(30%)和信息安全行业增速(20%)来做预测, 这两块业务预计今年分别可带来 777 万元、2995 万元的收益。

伴随银行领域新客户的开发, 我们判断公司今年在传统安全服务领域会有显著增长, 预计今年业务体量可以达到约 4500 万的业务规模。

新兴安全服务主要包括两部分:

- ◆ 全生命周期开发安全。预计将覆盖 10 家银行, 每家银行 150 万元计, 共计 1500 万元。
- ◆ 金融反欺诈。预计将拥有 3 家银行客户, 每家银行客户按 500 万元计, 共计 1500 万元。

以上加总, 我们预计公司今年实现约 1.13 亿元的营收。

5.2 估值测算

预计 2017-2019 年营业收入分别为 1.13 亿元、1.59 亿元和 2.20 亿元; 归属于母公司净利润分别为 0.26 亿元、0.43 亿元和 0.66 亿元; 每股净收益分别为 0.58 元、0.98 元和 1.48 元。

考虑新三板挂牌企业中具有一定盈利能力的企业(以 2016 年净利润大于等于 1000 万作为标准), 其 PE 中位数为 18.60(剔除负数以及 500 以上极值, 下同); A 股市场 PE 中位数为 48.36, 与 A 股主板市盈率折价为 3.8 折。按照一致预测, 目前 A 股知名信息安全公司参照 18 年净利润的 PE 均值为 37.48(统计包括启明星辰、绿盟、北信源、卫士通、蓝盾股份; 因样本数量较少采用平均值)。公司对次年净利润的合理的估值区间在 14-16 倍之间, 以 18 年每股收益按照 16 倍市盈率测算, 目标价格为 15.68 元。(注: 本节测算采用前一交易日收盘数据。)

6. 投资评级

公司是信息安全产品和服务提供商，近年提出全生命周期安全服务体系概念，其中包括安全控制、安全操作、安全支撑、安全培训等要素，覆盖信息系统的全生命周期；目前已经应用在民生银行、吉林银行、包商银行。考虑到目前我国股份制银行与城商行的一个重要实际情况是，将大量信息系统开发工作通过外包人员实现，安全较难得到保障，由此看好该细分领域的市场前景。

此外，公司积极布局银行等大中型金融机构反欺诈业务，推出了针对股份制银行等大型金融机构的金融反欺诈第三方解决方案。公司在与民生银行等金融机构的深度合作过程中积累了丰富的经验，对于银行内部 IT 架构有较为深刻的认识，因而我们看好公司在金融反欺诈领域的发展前景。

预计 2017-2019 年营业收入分别为 1.13 亿元、1.59 亿元和 2.20 亿元；归属于母公司净利润分别为 0.26 亿元、0.43 亿元和 0.66 亿元；每股净收益分别为 0.58 元、0.98 元和 1.48 元。

考虑新三板挂牌企业中具有一定盈利能力的企业（以 2016 年净利润大于等于 1000 万作为标准），其 PE 中位数为 18.60（剔除负数以及 500 以上极值，下同）；A 股市场 PE 中位数为 48.36，与 A 股主板市盈率折价为 3.8 折。按照一致预测，目前 A 股知名信息安全公司参照 18 年净利润的 PE 均值为 37.48（统计包括启明星辰、绿盟、北信源、卫士通、蓝盾股份；因样本数量较少采用平均值）。公司对次年净利润的合理的估值区间在 14-16 倍之间，以 18 年每股收益按照 16 倍市盈率测算，目标价格为 15.68 元。

给予公司“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

金融反欺诈领域业务规模不及预期风险。

表 6：公司盈利预测

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	50.16	64.33	88.80	125.10	178.61	营业收入	50.45	68.03	112.52	158.88	219.66
货币资金	27.04	7.57	11.25	15.89	27.90	营业成本	21.59	26.05	35.21	44.64	56.46
应收账款	16.37	50.60	73.99	104.47	144.43	营业税金及附加	0.33	0.16	1.13	1.59	2.20
其他应收款	0.86	1.08	1.79	2.53	3.49	营业费用	2.88	4.95	9.00	14.30	21.97
预付款项	0.00	0.12	0.47	0.92	1.48	管理费用	19.70	25.07	37.13	49.25	65.90
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.01	(0.03)	0.02	0.05	(0.15)
其他流动资产	1.00	1.30	1.30	1.30	1.30	资产减值损失	0.87	2.02	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	3.99	7.65	6.98	6.34	5.75	公允价值变动收益	(0.05)	(1.10)	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.15	0.03	0.00	0.00	0.00
固定资产	1.06	2.57	2.34	2.11	1.87	营业利润	5.18	8.72	28.03	47.06	71.28
无形资产	2.77	4.20	3.78	3.40	3.06	营业外收入	5.05	2.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	54.15	71.98	95.77	131.45	184.36	利润总额	10.22	10.73	28.03	47.06	71.28
流动负债合计	16.01	16.39	19.58	20.62	21.08	所得税	0.79	0.59	2.24	3.76	5.70
短期借款	0.00	0.00	3.75	2.46	0.00	净利润	9.44	10.14	25.79	43.29	65.58
应付账款	11.91	9.23	8.68	11.01	13.92	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00	归属母公司净利润	9.44	10.14	25.79	43.29	65.58
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	8.33	13.24	28.70	47.72	71.71
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.42	0.23	0.58	0.98	1.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	16.01	16.39	19.58	20.62	21.08	成长能力					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	61.10%	34.86%	65.38%	41.21%	38.25%
实收资本 (或股本)	25.01	44.22	44.22	44.22	44.22	营业利润增长	8.46%	68.33%	221.33%	67.85%	51.48%
资本公积	3.15	0.28	0.28	0.28	0.28	归属于母公司净利	154.41%	67.85%	154.41%	67.85%	51.48%
未分配利润	9.03	9.02	27.07	57.37	103.28	获利能力					
归属母公司股东权益合计	38.14	55.59	76.15	110.78	163.24	毛利率(%)	57.20%	61.71%	68.71%	71.91%	74.30%
负债和所有者权	54.15	71.98	95.77	131.45	184.36	净利率(%)	18.70%	14.90%	22.92%	27.25%	29.85%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	17.43%	14.08%	26.93%	32.93%	35.57%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	24.74%	18.24%	33.87%	39.08%	40.17%
经营活动现金流	4.78	(22.29)	3.50	16.63	29.45	偿债能力					
净利润	9.44	10.14	25.79	43.29	65.58	资产负债率(%)	29.57%	22.77%	20.45%	15.69%	11.43%
折旧摊销	3.14	4.54	0.23	0.23	0.23	流动比率	3.13	3.93	4.53	6.07	8.47
财务费用	0.01	(0.03)	0.02	0.05	(0.15)	速动比率	3.13	3.93	4.53	6.07	8.47
应付账款的变化	0.00	0.00	(23.38)	(30.49)	(39.96)	营运能力					
预收账款的变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.19	1.08	1.34	1.40	1.39
投资活动现金流	(0.39)	(4.66)	1.65	(2.00)	(2.00)	应收账款周转率	5.88	2.03	1.81	1.78	1.76
公允价值变动收	(0.05)	(1.10)	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	6.62	6.44	12.56	16.14	17.62
长期股权投资减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元, 摊薄)					
投资收益	0.15	0.03	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.42	0.23	0.58	0.98	1.48
筹资活动现金流	22.20	7.40	(1.47)	(9.99)	(15.43)	每股净现金流	1.06	(0.44)	0.08	0.10	0.27
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.52	1.26	1.72	2.51	3.69
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
普通股增加	5.01	19.21	0.00	0.00	0.00						
资本公积增加	3.15	(2.86)	0.00	0.00	0.00						
现金净增加额	26.60	(19.55)	3.68	4.64	12.02						

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融硕士, 2 年新三板研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 关注新三板领域。

联系人简介

岳鹏: 中科院机器人学硕士, 3 年机器人研发及管理经验, 2 年投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 关注新三板领域。

张高艳: 清华大学工业工程硕士, 2 年制造型企业运营管理咨询经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 关注新三板、智能制造领域。

韩宇: 北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士, 并拥有 2 年市场咨询研究经验。2016 年进入东兴证券研究所, 关注 TMT 领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。