

2019年9月11日

科创板询价报告之山石网科

计算机

建议询价区间：[27.51, 35.77]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	562	765	1,027	1,349
(+/-)	21.4%	36.1%	34.1%	31.3%
营业利润	79	112	155	215
(+/-)	28.4%	41.2%	39.1%	38.7%
归属母公	69	97	136	188
司净利润				
(+/-)	14.8%	41.4%	39.2%	38.8%
EPS (元)	0.51	0.54	0.75	1.04

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 山石网科是中国网络安全领域的技术创新领导厂商，提供包含边界安全、云安全、数据安全、内网安全在内的网络安全产品及服务。公司为政府、金融、电信运营商、互联网、教育、医疗卫生等行业累计超过 17,000 家用户提供高效、稳定的安全防护。公司在苏州、北京和美国硅谷均设有研发中心，终端客户已经覆盖了美洲、欧洲、东南亚、中东等 50 多个国家和地区。

● 我国网络安全形势严峻，经济损失全球第一。我国自确立网络强国战略以来，数字化经济与信息建设发展迅速。然而，随着新技术的持续更新，网络空间安全问题日益复杂，面临的网络安全风险和防护难度不断加大。据赛门铁克公司发布的《2017 诺顿网络安全调查报告》显示，中国是遭受网络犯罪攻击最严重的国家，2017 年，约 3.52 亿的中国消费者曾成为网络犯罪的受害者，造成经济损失高达 663 亿美元。

● 国内网安需求持续提升，行业发展空间巨大。为满足网络安全强化的需求及网络强国战略的推进建设，我国网络安全产业将持续提升安全防护的创新能力，增强综合网络安全的保障能力。据 IDC 数据显示，2017 年我国网络安全产业规模达到 306.04 亿元，较 2016 年增长 25.99%，2014 年至 2017 年复合增长率为 30.79%，持续保持高速增长。预计 2020 年中国网络安全行业规模将达到 591.28 亿元，2018 年至 2020 年复合增长率为 25.78%，行业快速发展，增长空间较大。

● 深耕网络安全产品与服务，企业级防火墙实力顶尖。公司凭借较强的软硬件自主研发能力，公司为各行业客户提供完整的网络安全解决方案，主要覆盖下一代防火墙、入侵检测和防御系统、安全审计、安全管理、Web 应用防火墙、内网安全在内的网络安全产品及服务。此外，公司基于云计算场景，开发了完备的微隔离与可视化、虚拟化防火墙产品，为云端用户提供一站式、多平台安全解决方案。根据 IDC 数据显示，2017 年公司在中国“统一威胁管理 UTM”市场厂商市场规模中排名第 4。同时，公司连续五年入选国际权威分析机构 Gartner 的“企业级防火墙魔力象限”、“UTM 魔力象限”，连续两年入选 Gartner 的“IDPS 魔力象限”，2018 年被 Gartner 评为亚太地区企业级防火墙“全球性厂家”。

分析师：徐鹏
执业证书编号：S1050516020001
联系人：杨刚
电话：021-54967705
邮箱：yanggang@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(8621) 64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

● **公司估值及询价建议。**我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 7.65 亿元、10.27 亿元、13.49 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.97 亿元、1.36 亿元、1.88 亿元。我们用相对估值和绝对估值两种方法来分别计算公司的合理估值。考虑到科创板目前关注度较高，市场交易频繁，且已上市科创板企业估值长期维持较高水平。同时，公司作为战略新兴企业，在网络安全领域拥有较高的技术壁垒和较强的竞争力，应该具备一定的估值优势。不过，未来随着网络安全行业逐步趋于成熟，公司可能面临行业竞争加剧的风险。综合考虑以上因素，我们审慎地采用相对估值法与绝对估值法估值结果平均值作为公司的合理估值根据，即公司的合理估值中枢为 31.64 元/股，对应 2019 年 PE 为 58.60 倍，对应市值为 56.84 亿元（IPO 摊薄后），建议询价区间为[27.51, 35.77]元/股。

● **风险提示：**网络安全行业发展不及预期的风险；行业内竞争加剧的风险；技术更新换代的风险；贸易摩擦加剧的风险。

目录

一、国内网络安全领域技术创新领导者	4
1. 公司简介	4
2. 网络安全行业增长迅速	6
3. 主要客户	8
二、财务数据	8
三、股权结构及融资历程	9
四、对标公司分析及同类公司估值	10
五、公司估值及询价建议	11
六、风险提示	13

图表

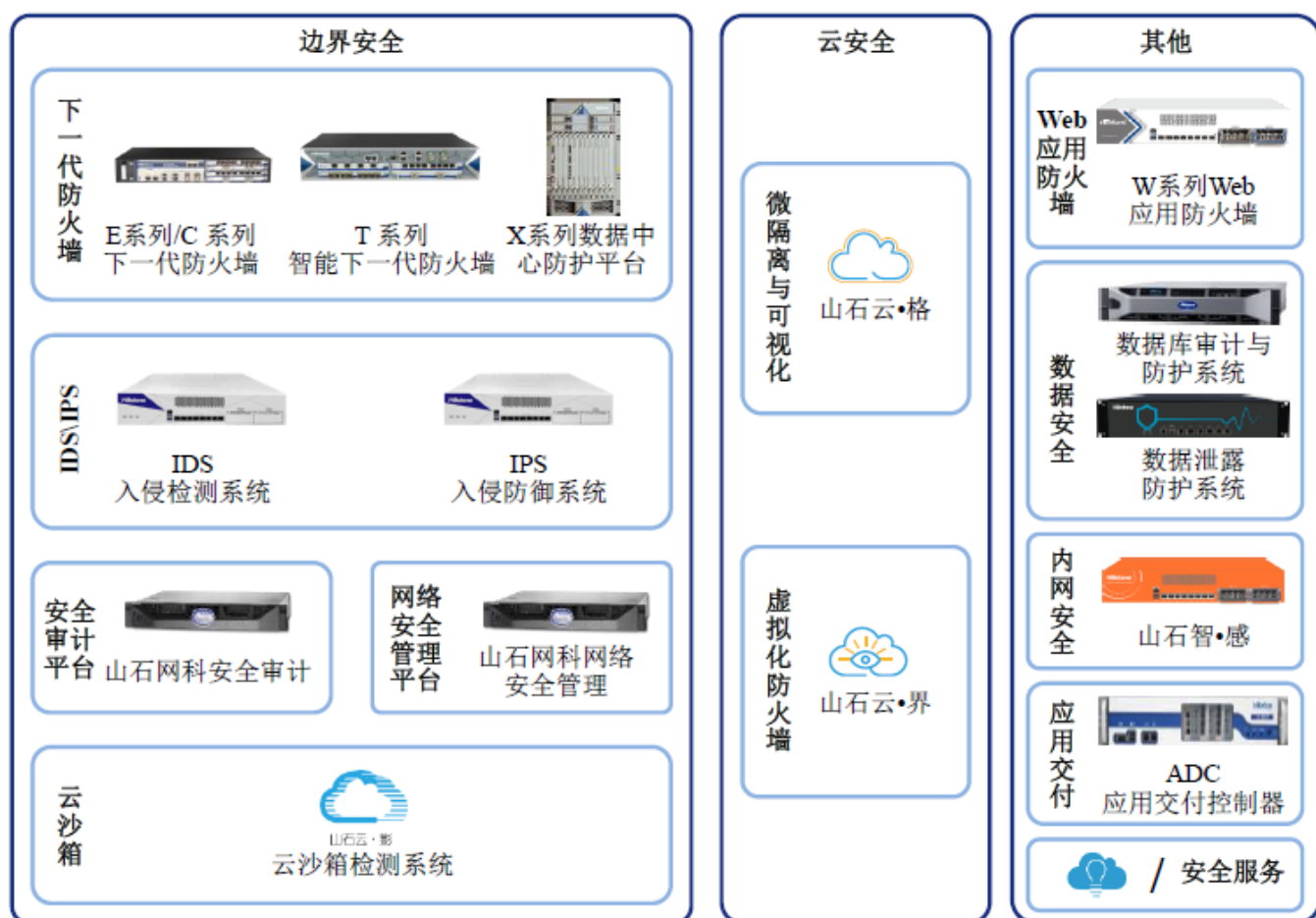
图表 1: 公司主要产品及服务	4
图表 2: 公司关键核心技术一览	5
图表 3: 网络安全产品风险防范示意图	6
图表 4: 2014-2020 年全球安全市场规模 (亿美元)	7
图表 5: 2014-2020 年全球网络安全市场规模 (亿美元)	7
图表 6: 2017 年全球主要国家网络攻击经济损失 (亿美元)	7
图表 7: 2014-2020 年中国网络安全行业市场规模预测 (亿元)	7
图表 8: 2018 年公司前五大客户 (万元)	8
图表 9: 公司 2018 年各主营业务营收占比 (%)	8
图表 10: 2016 年-2018 年公司营收和净利润情况 (万元)	8
图表 11: 公司股权结构	9
图表 12: 公司成立以来历次增资及估值情况 (亿元)	9
图表 13: 公司募集资金金额及投向 (万元)	10
图表 14: 2017 年公司与可比公司主要财务比率比较情况	11
图表 15: 主要竞争对手及部分重要同行业公司估值 (截止 2019 年 9 月 3 日)	11
图表 16: 可比公司估值 (截止 2019 年 9 月 3 日)	12
图表 17: DCF 估值核心假设	13
图表 18: 公司盈利预测	14

一、国内网络安全领域技术创新领导者

1. 公司简介

公司是中国网络安全行业领导厂商。自成立以来，公司一直专注于网络安全领域前沿技术的创新，提供包括边界安全、云安全、数据安全、内网安全在内的网络安全产品及服务，致力于为用户提供全方位、更智能、零打扰的网络安全解决方案。截止目前，公司为政府、金融、电信运营商、互联网、教育、医疗卫生等行业累计超过 17,000 家用户提供高效、稳定的安全防护。公司在苏州、北京和美国硅谷均设有研发中心，终端客户已经覆盖了美洲、欧洲、东南亚、中东等 50 多个国家和地区。

图表 1：公司主要产品及服务



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

深耕网络安全领域，具备关键核心技术。公司坚持自主研发，以国际前沿技术研发能力为核心驱动力，深耕网络安全产品与服务。凭借较强的软硬件自主研发能力，公司为各行业客户提供完整的网络安全解决方案，主要覆盖下一代防火墙、入侵检测和防御系统、安全审计、安全管理、Web应用防火墙、内网安全在内的网络安全产品及服务。此外，公司基于云计算场景，开发了完备的微隔离与可视化、虚拟化防火墙产



品，为云端用户提供一站式、多平台安全解决方案。

公司于 2007 年在国内率先自主研发出基于多核处理器的网络安全产品，具备了公司自主软硬件设计能力，确立了产品的高性能优势。公司于 2010 年自主研发出分布式防火墙产品，通过多个处理器集成到一个设备中，大幅提高了单设备的处理性能，进一步奠定了公司产品的性能优势。经过多年的研发积累，公司掌握了大交换容量、高冗余可靠性的硬件系统设计研发技术。同时，基于自主设计的软件架构，通过安全业务分布式并行处理软件设计技术，最大化发挥硬件处理能力，极大的保障了硬件冗余可靠性，确立了国内先进的从硬件到软件的全系统自主设计研发能力，成为以高性能、高可靠为核心竞争力的网络安全解决方案供应商。

图表 2：公司关键核心技术一览

序号	技术名称	技术概要	技术来源	相关产品
1	多处理器分布式并行安全处理技术	独创实时数据对象分布式同步技术，解决数据对象全局复制的瓶颈问题。独创数据包多节点调度技术，性能随节点数而线性增加。利用此技术，已开发出性能高达1Tbps的下一代防火墙产品。相关技术已获得国家专利。相关技术达到国际先进水平。	自主研发	下一代防火墙
2	高端硬件系统设计技术	电信级高端可靠硬件系统设计，高速布线技术，大系统设计技术，多板卡冗余设计技术，复杂系统风道及散热技术。部分技术获得国家专利。相关技术达到国际先进水平。	自主研发	下一代防火墙
3	云安全微隔离技术	独创引流技术，采取分布式架构，适配多种云环境无扰部署。多安全节点协同技术，确保微隔离情况下，安全策略及会话状态跟随虚拟机平滑迁移。部分技术获得或正在申请国家专利。相关技术达到国际先进水平。	自主研发	微隔离与可视化
4	孪生 模式应用技术	独创“孪生 模式（Twin Mode）”，通过非对称路由流量代理，会话拥有者有自适应迁移，多台设备分层协商及配置同步，满足了大二层扩展的双活数据中心场景下对安全设备的高可靠性，业务平滑迁移及统一策略管控的需求。相关技术已申请国家专利。相关技术达到国际先进水平。	自主研发	下一代防火墙
5	网络流量异常检测技术	记录并跟踪企业数据中心服务器核心流量，解析并监测服务和应用。针对每个服务构建流量基线，监测服务器之间和用户到服务器之间的流量异常并报警。相关技术已申请国家专利。相关技术达到国际先进水平。	自主研发	内网安全
6	基于机器学习的病毒行为检测技术	利用机器学习方法从大量病毒软件的主机行为和网络行为中提取关键维度，构建检测模型。通过对网络流量的解析，主机行为的观测，发现病毒行为和被感染主机。相关技术已申请国家专利。相关技术达到国际先进水平。	自主研发	内网安全
7	基于云计算的安全大数据分析平台技术	收集、存储多维度的安全数据，利用大数据和机器学习技术，对主机及其网络行为作安全分析，发现恶意文件行为。采用弹性分布式架构，支持多种安全产品数据接入，为云端各个业务模块提供高度解耦的微服务架构框架。相关技术达到国内领先水平。	自主研发	“山石云·景”\云沙箱
8	流量解析和检测技术	可扩展的流处理架构，支持各种流量的解析处理。独创检测算法支持复杂特征表达情况下的并发高速处理。基于行为和特征的综合检测技术大幅提高了检测率。部分技术获得国家专利，相关技术达到国内领先水平。	自主研发	下一代防火墙/入侵检测和防御系统/虚拟化防火墙
9	流量管理技术	通过多级管道技术，实现多层级的流量控制，控制粒度可以细分到单一源IP地址和单一目的IP地址，满足各种场景下的流量管理需求。自适应、弹性流量调度算法支持系统根据流量实时状况动态调整流量大小，实现了带宽利用的最大化的，同时保证流量按制定策略进行有效管控。相关技术获得国家专利。相关技术达到国内领先水平。	自主研发	下一代防火墙/虚拟化防火墙
10	流量均衡调度技术	在多个不同质量、不同带宽的出口链路场景下，对各链路流量的时延、抖动、丢包率以及带宽利用率进行实时在线测量和分析。独创的自适应选择/淘汰算法对大量的不同的IP地址的流量进行观测，实现流量对链路的细粒度调度。在保证流量在链路间合理分配的前提下，确保服务质量最优化。相关技术已申请国家专利。相关技术国内领先。	自主研发	下一代防火墙/虚拟化防火墙
11	多设备管理监控技术	同时监测管理多台设备，支持设备策略离线编辑、集群下发。能够针对每一个设备固有策略进行实时比较，差异下发。支持多设备实时状态监控和分群组的状态图形呈现。相关技术已获得国家专利。相关技术国内先进。	自主研发	安全管理平台
12	VPN—键部署技术	多设备间的VPN配置是一项繁杂且容易出错的工作。本技术提供了图形化配置界面，以拖拽方式支持VPN配置。通过多设备管理平台，将对应VPN配置下发到相应设备，解决了VPN运维中的主要难题。相关技术已获得国家专利。相关技术国内先进。	自主研发	安全管理平台
13	多核处理器并行处理技术	独创多核并行调度技术，数据包保序的前提下实现各核均衡负载并行处理，从而最大化多核性能。相关技术达到国内先进水平。	自主研发	下一代防火墙/虚拟化防火墙
14	多业务处理处理器核资源调度技术	对各业务处理模块的流量和负载进行动态监控，实现对处理器核的自适应动态分配和绑定，使得系统能够最大程度的适应业务并达到最大性能。相关技术达到国内先进水平。	自主研发	应用交付
15	网站保护规则自学习技术	通过对网站流量的学习和分析，获取网站的业务模型及特点，结合系统的知识库，自动生成网站的安全保护规则。相关技术达到国内先进水平。	自主研发	Web应用防火墙
16	基于自定义数据结构的可扩展的高灵活性的配置对比技术	可扩展的配置差异化表述框架支持各种配置的差异计算,解决多产品多版本的配置差异化问题。独创MOC数据结构，可以存储任意配置并进行差异化计算，同时按特定顺序将配置调序。相关技术达到国内先进水平。	自主研发	安全管理平台
17	日志解析及存储技术	基于多级缓存的日志解析和存储技术，最大化利用物理存储介质带宽，实现流量日志的高速解析和存储。相关技术达到国内先进水平。	自主研发	安全审计平台

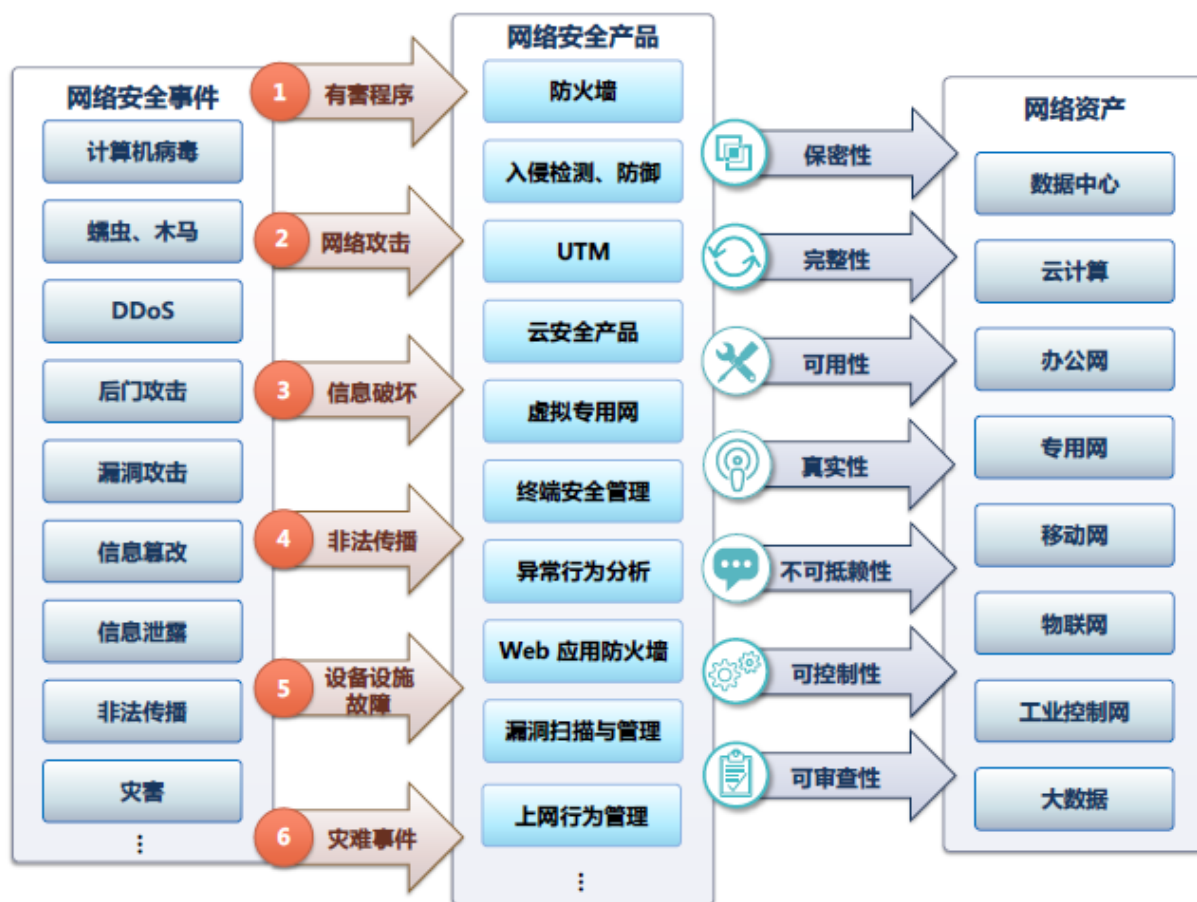
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

国内 UTM 第一梯队，安全产品广受认可。根据 IDC 数据显示，2017 年公司在国内“统一威胁管理 UTM”市场厂商市场规模中排名第 4。同时，公司连续五年入选国际权威分析机构 Gartner 的“企业级防火墙魔力象限”、“UTM 魔力象限”，连续两年入选 Gartner 的“IDPS 魔力象限”，2018 年被 Gartner 评为亚太地区企业级防火墙“全球性厂家”。2016 年，山石网科获得 NSS Labs “下一代防火墙推荐级别”荣誉。

2.网络安全行业增长迅速

网络安全是指对网络攻击、侵入、干扰、破坏和非法使用以及意外事故的必要防范，使网络和信息系统处于稳定、安全、可靠的运行状态，以及保障信息数据的完整性、保密性、可用性。网络安全厂商推出的产品系为各类用户提供网络安全相关产品和服务。

图表 3：网络安全产品风险防范示意图

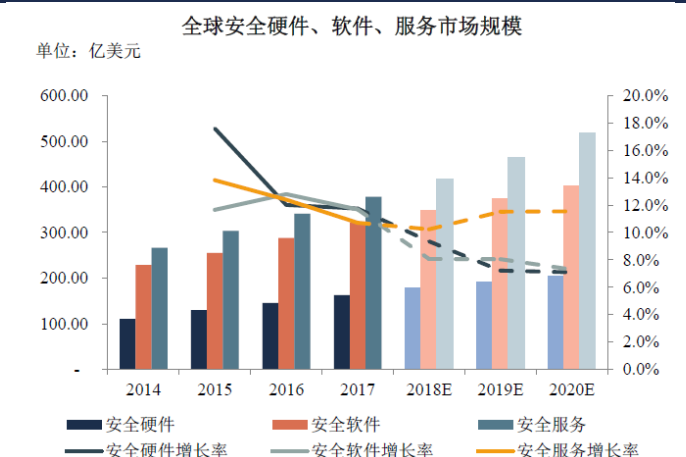


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

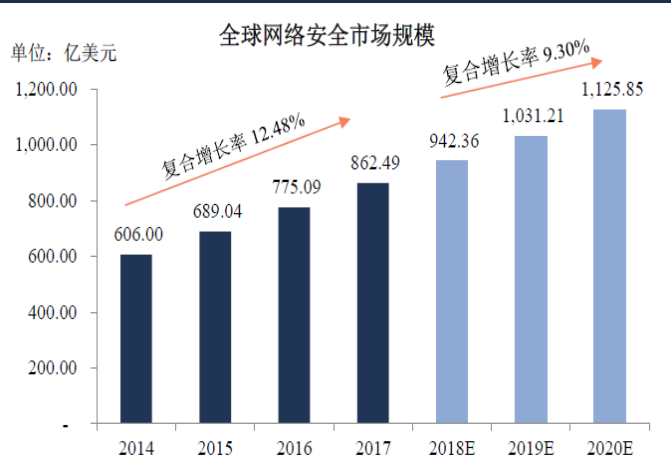
网安市场分类：从产品细分领域来看，网络安全市场可分为安全硬件、安全软件及安全服务。2017 年全球安全硬件、安全软件及安全服务市场份额分别为 162.73 亿美元、321.67 亿美元和 378.09 亿美元，全球网络安全市场持续以安全服务为主。2014-2017 年，全球安全硬件、安全软件及安全服务复合增长率分别达到 13.76%、12.06%和 12.31%，安全硬件细分行业增长较快。据 IDC 预测，2020 年全球安全硬件、安全软件及安全服务市场规模将达到 204.32 亿美元、403.01 亿美元和 518.51 亿美元。

全球网络安全产业规模稳步增长。在全球各国政府政策的有力推动下，全球信息安全产业规模进入持续增长阶段。根据 IDC 统计数据，2017 年全球网络安全产业规模达到 862.49 亿美元，2014-2017 年复合增长率为 12.48%，预计 2020 年将达到 1,125.85 亿美元，未来三年复合增长率为 9.30%，依然呈现中稳步增长趋势。

图表 4：2014-2020 年全球安全市场规模（亿美元）



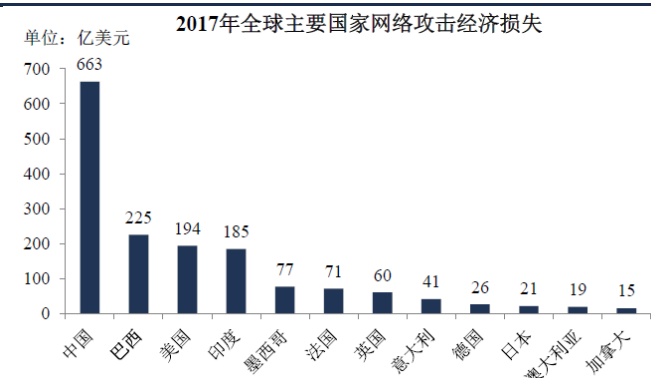
图表 5：2014-2020 年全球网络安全市场规模（亿美元）



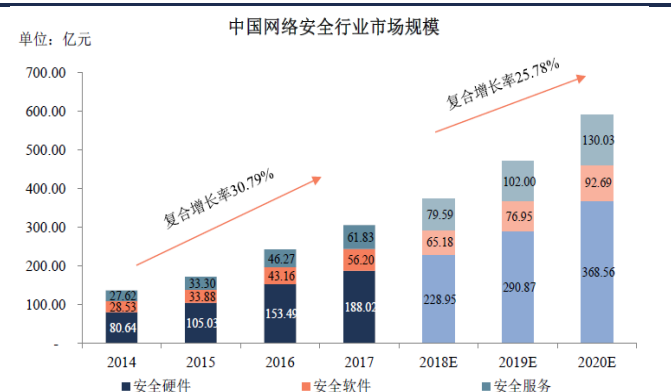
我国网络安全形势严峻，经济损失居全球第一。我国自确立网络强国战略以来，数字化经济与信息建设发展迅速。然而，随着新技术的持续更新，网络空间安全问题日益复杂，面临的网络安全风险和防护难度不断加大。据普华永道发布的《2017 全球信息安全状况调查》报告显示，2016 年中国内地及香港企业监测到的信息安全事件平均数量高达 2,577 件，超过 2015 年数量的 2 倍。据赛门铁克公司发布的《2017 诺顿网络安全调查报告》显示，中国是遭受网络犯罪攻击最严重的国家，2017 年，约 3.52 亿的中国消费者曾成为网络犯罪的受害者，造成经济损失高达 663 亿美元。我国网络安全环境安全性亟待提高，网络安全行业的发展将有力保障我国网络科技环境安全稳定。

我国网络安全行业处于发展期，市场规模保持较快增长。为满足网络安全强化的需求及网络强国战略的推进建设，我国网络安全产业将持续提升安全防护的创新能力，增强综合网络安全的保障能力，未来的行业发展前景明朗。根据 IDC 数据显示，2017 年我国网络安全产业规模达到 306.04 亿元，较 2016 年增长 25.99%，2014 年至 2017 年复合增长率为 30.79%，持续保持高速增长。预计 2020 年中国网络安全行业规模将达到 591.28 亿元，2018 年至 2020 年复合增长率为 25.78%，行业发展趋势较快，增长空间较大。

图表 6：2017 年全球主要国家网络攻击经济损失（亿美元）



图表 7：2014-2020 年中国网络安全行业市场规模预测（亿元）



3.主要客户

公司经过行业内数十年的耕耘及积累，得到了国内金融、电信运营商、政府、互联网、教育等行业高端客户群的认可。自身的产品和服务品质、研发创新能力及响应速度等多维度综合能力的结合，使公司拥有了广泛优质的客户群体。2018 年公司前五大客户销售收入占比为 84.47%，包含了中国电信、神州数码等知名企业。其中，第一大客户佳电（伟仕佳杰子公司）的营收占比为 46.54%。

图表 8：2018 年公司前五大客户（万元）

序号	客户	销售金额	占主营业务收入比例
1	佳电	25,891.28	46.54%
2	神州数码	10,463.85	18.81%
	神州数码云		
3	英迈电子商贸（上海）有限公司	6,316.38	11.35%
4	上海华盖	2,877.48	5.17%
5	中国电信	1,437.84	2.58%
合计		46,986.83	84.47%

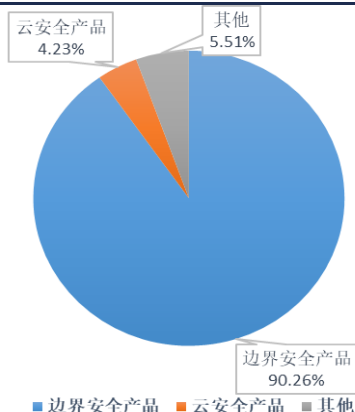
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

二、财务数据

2016-2018 年，公司营收和净利润保持较快增速。2018 年，公司实现营业收入 56,227.68 万元，同比增长 21.43%；实现归母净利润 6,891.17 万元，同比增长 14.75%。公司营收按产品划分可分为三类：边界安全产品营收 50,750.67 万元，占比 90.26%，云安全产品营收 2,379.60 万元，占比 4.23%，其他营收 3,097.41 万元，占比 5.51%。

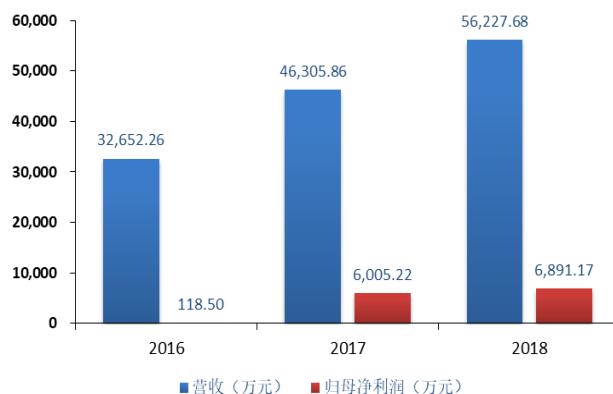
公司各类网络安全产品及服务收入保持较快增长，主要原因为：1）网络安全行业快速增长；2）公司坚持自主研发、凭借自身软硬件研发及众多核心技术的积累，公司在行业内持续保持竞争优势；3）公司行业经验丰富，积累了广泛优质的客户群体；4）公司已构建起广受认可的品牌形象。随着公司业务规模不断扩大，盈利能力总体趋好。

图表 9：公司 2018 年各主营业务营收占比（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 10：2016 年-2018 年公司营收和净利润情况（万元）

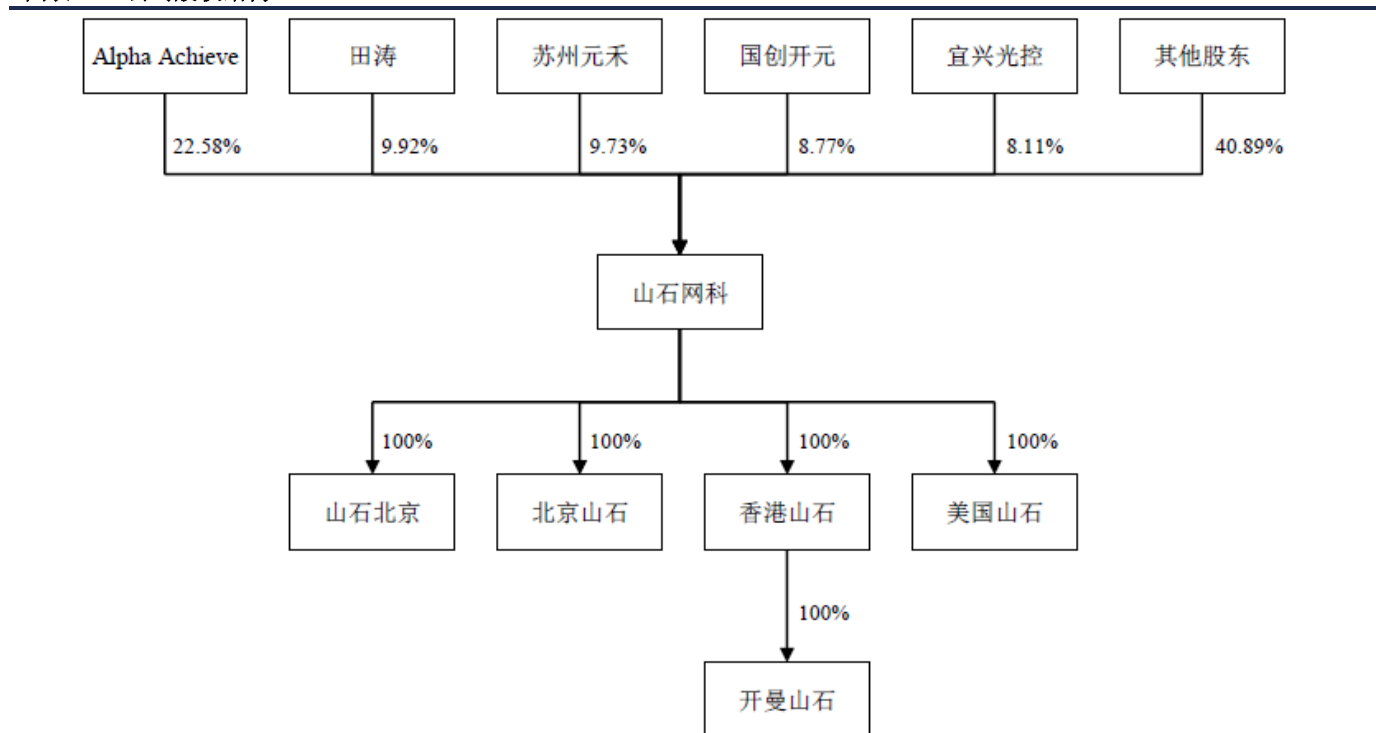


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

三、股权结构及融资历程

公司股权较为分散，无控股股东、实际控制人，直接持股公司 5%以上股份的股东包括：Alpha Achieve（22.58%）、田涛（9.92%）、苏州元禾（9.73%）、国创开元（8.77%）、宜兴光控（8.11%）、宜兴光控（8.11%）、其他股东（40.89%）。

图表 11：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司融资历程如下图所示：

图表 12：公司成立以来历次增资及估值情况（亿元）

时间	股本变动明细	估值（亿元）
2011年7月20日有限公司设立	公司前身为山石网科有限，注册资本1000万美元	
2018年9月6日有限公司增资	公司注册资本增至2054.4万美元，由山石行健、山石合治、山石大风等11名股东认购	
2018年10月28日有限公司增资	公司注册资本增至2127.52万美元，由苏州聚鑫二号、惠润富蔚、普道投资认缴	35.21
2018年12月20日山石网科有限整体变更	山石网科有限整体变更为股份有限公司	

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司本次公开发行股票不超过 45,056,000 股，占发行后总股本比例不低于 25%，拟使用募集资金总额 8.9 亿元。公司募投资金主要投资方向有三个：1）网络安全产品线拓展升级项目；2）高性能云计算安全产品研发项目；3）营销网络及服务体系建设项目。

图表 13：公司募集资金金额及投向（万元）

单位：万元

序号	项目名称	总投资额	拟用募集资金投入金额	占比
1	网络安全产品线拓展升级项目	44,405.81	44,405.81	49.65%
2	高性能云计算安全产品研发项目	28,622.74	28,622.74	32.00%
3	营销网络及服务体系建设项目	16,411.81	16,411.81	18.35%
合计		89,440.36	89,440.36	100.00%

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

四、对标公司分析及同类公司估值

公司所处网络安全行业，国内主要竞争对手有启明星辰、绿盟科技、深信服、迪普科技等，海外竞争对手有派拓网络、飞塔公司等。

公司竞争对手中，成立于 1996 年启明星辰在 2010 年中小企业板上市，是国内排名前列的信息安全产品、可信安全管理平台与安全服务与解决方案的综合提供商。目前，启明星辰已对网御星云、杭州合众、书生电子进行了全资收购，旗下投资参股公司达到 30 多家，实现了对网络安全、数据安全、应用业务安全等多领域的全方位覆盖。

深信服科技股份有限公司，成立于 2000 年，2018 年 5 月于深圳证券交易所创业板上市。公司专注于企业级安全与企业级云计算领域，是国内具有较强实力、拥有多项完全自主知识产权的信息安全产品和服务的提供商之一。

同成立于 2000 年的绿盟科技，是国内信息安全行业的龙头企业之一，为政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业用户提供安全产品及解决方案，在网络及终端安全、互联网基础安全、合规及安全管理、数据安全等领域，市场占有率排名居前。绿盟科技已于 2014 年在创业板上市，主要与公司在安全产品和服务市场存在竞争。

迪普科技成立于 2008 年，主要从事企业级网络通信产品的研发、生产、销售以及为用户提供相关专业服务。

海外竞争对手飞塔公司成立于 2000 年，总部位于美国加利福尼亚州，是一家全球性的网络安全设备供应商，是统一威胁管理（UTM）市场的领导者。飞塔公司的产品覆盖下一代防火墙、IPS、VPN、Web 应用防火墙、应用交付控制器、威胁检测与防御、身份和访问管理等，其客户包括企业，服务提供商和政府机构。

2018 年，公司综合毛利率水平略高于可比公司综合毛利率水平，主要原因为：1）公司坚持自主研发和以国际前沿技术研发能力为核心驱动力、经过多年的耕耘及积累，公司拥有了广泛优质的客户群体，产品附加值较高。2）公司在国内塑造了研发主导、广受认可的品牌形象，获得了一定的品牌溢价。

公司研发费用占营业收入的比重均高于可比公司，主要原因为公司目前处于成长阶段，公司较为重视研发投入及技术创新，同时在北京、苏州和美国设有研发中心，研发费用支出较高，导致研发费用占公司业务收入的比重较高。

公司相比同行业可比公司销售费用略高，主要系公司尚处于成长期，为拓展业务，公司在 2016-2018 年，逐年增加人力和其他相关投入所致。

图表 14：2017 年公司与可比公司主要财务比率比较情况

公司名称	毛利率	研发费用占营业收入比例	销售费用占营业收入比例	管理费用占营业收入比例
绿盟科技	71.16%	19.13%	33.46%	12.86%
启明星辰	65.18%	17.63%	24.80%	9.41%
深信服	75.50%	19.34%	35.10%	4.40%
迪普科技	71.25%	23.27%	27.81%	3.93%
平均值	70.77%	19.96%	30.29%	7.53%
山石网科	77.53%	30.56%	33.19%	6.62%

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

对标公司估值：公司处于网络安全行业，同行业主要上市公司有启明星辰、绿盟科技、深信服、迪普科技。截止 2019 年 9 月 10 日，公司同行业上市公司的平均 PE(TTM) 为 66.46 倍。

图表 15：主要竞争对手及部分重要同行业公司估值（截止 2019 年 9 月 10 日）

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	TTM	EPS 2019E	2020E	TTM	PE 2019E	2020E
300369.SZ	绿盟科技	中国	18.28	146	0.24	0.29	0.39	74.89	62.2	47.4
002439.SZ	启明星辰	中国	34.34	308	0.62	0.79	0.97	55.04	43.4	35.6
300454.SZ	深信服	中国	117.25	473	1.35	1.68	2.15	86.68	69.6	54.5
300768.SZ	迪普科技	中国	42.99	172	0.54	0.63	0.80	79.38	68.0	53.5
FTNT.O	飞塔(FORTINET)	美国	79.21	135	2.18	0.00	0.00	36.33		
平均值								66.46		

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

五、公司估值及询价建议

1. 假设条件及盈利预测

1) **边界安全产品：**随着网络应用多样化、物理边界模糊化、以及安全威胁复杂化的今天，NGFW 有望实现对传统防火墙和 UTM 产品的逐渐替代。2017 年我国防火墙和 UTM 硬件市场规模合计达到 14.90 亿美元，到 2020 年有望达到 30.46 亿美元，年复合增长率为 26.91%，NGFW 的市场空间广阔。我们预测公司**边界安全产品** 2019-2021 年收入增速分别为 35%、33%和 30%。

2) **云安全产品**: 根据赛迪数据显示, 2018 年, 中国云安全服务市场规模达到 37.8 亿元, 同比 2017 年增长 44.8%, 中国云安全服务市场处于爆发式增长阶段。随着国家对网络安全的重视、互联网产业的高速增长和伴随互联网发展而来的日趋严峻的安全问题, 以及云计算、5G、大数据、物联网、工业互联网、人工智能等新技术、新应用的发展, 针对于环境的虚拟化安全产品具有广阔发展前景, 中国云安全整体的市场规模会随云计算市场增长而快速崛起。预计未来三年年均增长率为 45.2%, 行业正处爆发式增长趋势。由于公司该业务规模尚小, 且公司在该领域具有较强竞争力, 因此我们给予其略高于行业的增速。我们预测公司智能驾驶及其他 IoT 智能设备视觉视觉解决方案业务 2019-2021 年收入增速分别为 70%、60%和 55%。

3) 公司销售费用、管理费用、研发费用等随着公司加大费用管控, 费用率维持平稳;

4) 公司其他收入及利润、税率等其他影响因素保持稳定。

5) 公司本次发行股份数量为 4505.6 万股 (不考虑超额配售选择权)。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 7.65 亿元、10.27 亿元、13.49 亿元; 预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.97 亿元、1.36 亿元、1.88 亿元。

2. 公司估值及询价建议

我们先用相对估值和绝对估值两种方法来分别计算公司的合理估值水平。

(1) 相对估值 (PE)

根据山石网科所处行业的发展状况, 公司的发展阶段及盈利水平, 我们采取 PE 相对估值法对公司进行估值。鉴于科创板的特点及定位, 我们预计公司上市之初具有充沛的流动性, 因此我们选取网络安全公司: 绿盟科技、启明星辰、深信服、迪普科技等可比公司。目前, 可比上市公司股价对应 2019 年 PE 平均值为 60.8 倍。因此, 山石网科的合理估值为 32.83 元/股 (IPO 摊薄后)。

图表 16: 可比公司估值 (截止 2019 年 9 月 10 日)

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	EPS			PE	
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E
300369.SZ	绿盟科技	中国	18.28	146	0.24	0.29	0.39	74.9	62.2
002439.SZ	启明星辰	中国	34.34	308	0.62	0.79	0.97	55.04	43.4
300454.SZ	深信服	中国	117.25	473	1.35	1.68	2.15	86.68	69.6
300768.SZ	迪普科技	中国	42.99	172	0.54	0.63	0.80	79.38	68.0
平均值								60.8	

注: 货币单位除了总市值以外, 其他为原始货币单位。可比公司 2019-2020 年 EPS 来源于 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 公司招股说明书

(2) 现金流折现法 (DCF)

我们采用现金流折现法 (DCF) 测算公司的合理估值。在 DCF 模型中, 核心假设如下: 假设公司 Beta 系数为 1.22、目标权益比为 99%, 无风险利率为 3.32%, WACC (加权平均资本成本) 为 9%, 永续增长率为 3%。

图表 17: DCF 估值核心假设

假设	数值
无风险利率	3.32%
Beta (考虑杠杆)	1.22
WACC	9%
股权比例	99%
永续增长率	3%
每股价值	30.48

资料来源: 公司招股说明书, 华鑫证券研发部

我们采用现金流折现法得到的公司合理估值为 30.48 元/股。对应 2019 年 PE 为 56.38 倍。

考虑到科创板目前关注度较高, 市场交易频繁, 且已上市科创板企业估值长期维持较高水平。同时, 公司作为战略新兴企业, 在网络安全领域拥有较高的技术壁垒和较强的竞争力, 应该具备一定的估值优势。不过, 未来随着网络安全行业逐步趋于成熟, 公司可能面临行业竞争加剧的风险。综合考虑以上因素, 我们审慎地采用相对估值法与绝对估值法估值结果平均值作为公司的合理估值根据, 即公司的合理估值中枢为 31.64 元/股, 对应 2019 年 PE 为 58.60 倍, 对应市值为 56.84 亿元 (IPO 摊薄后), 建议询价区间为 [27.51, 35.77] 元/股。

六、风险提示

风险主要包括: 新能源汽车行业发展不及预期、碳纳米管导电剂渗透率不及预期、市场系统性风险等。



图表 18：公司盈利预测

资产负债表					利润表(百万元)				
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	562	765	1,027	1,349
货币资金	221	1,150	1,203	1,285	营业成本	133	180	241	316
应收款	404	489	570	674	营业税金及附加	6	6	6	6
存货	50	60	74	88	销售费用	180	243	323	418
其他流动资产	25	25	25	25	管理费用	39	54	70	88
流动资产合计	700	1,699	1,848	2,047	财务费用	2	-4	-8	-9
非流动资产：					费用合计	222	292	385	497
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	8	11	14	19
固定资产+在建工程	34	34	32	27	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	5	9	12	14	投资收益	1	1	1	1
其他非流动资产	7	7	7	7	营业利润	79	112	155	215
非流动资产合计	46	50	51	49	加：营业外收入	0	0	0	0
资产总计	747	1,749	1,898	2,095	减：营业外支出	0	0	0	0
流动负债：					利润总额	79	111	155	215
短期借款	20	20	20	20	所得税费用	10	14	19	27
应付账款、票据	50	58	87	123	净利润	69	97	136	188
其他流动负债	243	267	267	267	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	313	345	374	410	归母净利润	69	97	136	188
非流动负债：									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	18	35	39	39					
非流动负债合计	18	35	39	39					
负债合计	330	380	413	449					
所有者权益									
股本	135	180	180	180					
资本公积金	396	1,245	1,245	1,245					
未分配利润	-133	-60	43	185					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	416	1,394	1,510	1,671					
负债和所有者权益	747	1,774	1,923	2,120					
现金流量表									
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E					
净利润	69	97	136	188					
折旧与摊销	13	17	21	23					
财务费用	4	-4	-8	-9					
存货的减少	-31	-10	-14	-14					
营运资本变化	-57	-78	-52	-68					
其他非现金部分	10	42	4	0					
经营活动现金净流量	9	65	86	121					
投资活动现金净流量	34	-21	-21	-21					
筹资活动现金净流量	116	885	-11	-19					
现金流量净额	158	929	53	81					

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	21.4%	36.1%	34.1%	31.3%
营业利润增长率	28.4%	41.2%	39.1%	38.7%
归母净利润增长率	14.8%	41.4%	39.2%	38.8%
总资产增长率	85.6%	134.3%	8.5%	10.4%
盈利能力				
毛利率	76.3%	76.4%	76.5%	76.5%
营业利润率	14.1%	14.6%	15.1%	16.0%
三项费用/营收	39.4%	38.2%	37.5%	36.9%
EBIT/销售收入	-85.6%	14.7%	15.2%	16.1%
净利润率	12.3%	12.7%	13.2%	14.0%
ROE	16.6%	7.0%	9.0%	11.3%
营运能力				
总资产周转率	75.3%	43.8%	54.1%	64.4%
资产结构				
资产负债率	44.2%	21.7%	21.7%	21.4%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	0.13	0.67	0.64	0.64
每股数据（元/股）				
每股收益	0.51	0.54	0.75	1.04
每股净资产	3.08	7.74	8.38	9.27



分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013 年 6 月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>