

日期: 2020 年 03 月 30 日
行业: 软件和信息技术服务业



分析师: 滕文飞
Tel: 021-53686151
E-mail: tengwenfei@shzq.com
执业证书编号: S0870510120025

IPO 发行价 RMB21.06 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 45.06
发行后总股本 (百万股) 180.22
发行方式 战略配售
网下询价
上网定价
保荐机构 中金公司

主要股东 (2019-12-19)

越超高科技有限公司 16.94%
田涛 7.44%
苏州工业园区元和重元并购股
权投资基金合伙企业 7.30%

收入结构 (2018Y)

边界安全产品 90.26%
云安全产品 4.23%
其他主营业务 4.44%

报告编号: TWF20-NSP01

网络安全技术创新领导企业

■ 投资摘要

公司是中国网络安全行业的技术创新领导厂商

公司是中国网络安全行业的技术创新领导厂商,自成立以来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。公司为政府、金融、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,业务已经覆盖了美洲、欧洲、东南亚、中东等 50 多个国家和地区。2019 年业绩快报显示,公司营业收入 6.75 亿元,同比增长 19.97%,实现归母净利润 0.91 亿元,同比增长 32.33%。实现扣非归母净利润 0.74 亿元。

网络安全行业空间广阔

根据 IDC 数据,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。

募集资金净额 8.59 亿主要用于网络安全产品研发等项目

公司发行价 21.06 元,发行市盈率 55.08 倍,募集资金净额 85,947.17 万元。募集资金将主要用于网络安全产品线拓展、高性能云计算安全产品研发、营销网络及服务体系建设等项目等。

风险提示

包括但不限于新产品研发风险,市场集中风险,销售渠道风险,等保 2.0 政策低于预期风险等。

盈利预测

我们预计 2019-2021 年实现收入 6.75 亿元、8.80 亿元、11.46 亿元,分别增长 19.97%、30.39%、30.33%,归母净利润分别为 0.91 亿元、1.13 亿元、1.40 亿元,同比增长 32.33%、23.72%、24.49%,相应的稀释后每股收益为 0.51 元、0.63 元和 0.78 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	562.28	674.57	879.56	1146.36
年增长率	21.43%	19.97%	30.39%	30.33%
归属于母公司的净利润	68.91	91.19	112.82	140.45
年增长率	14.75%	32.33%	23.72%	24.49%
每股收益 (元)	0.380	0.506	0.626	0.779
PER (X)	111.26	83.56	67.54	54.25

注: 有关指标按当年股本摊薄

一、网络安全行业技术创新领导厂商

1.1 公司是中国网络安全行业的技术创新领导厂商

公司是中国网络安全行业的技术创新领导厂商，自成立以来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。公司为政府、金融、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，业务已经覆盖了美洲、欧洲、东南亚、中东等 50 多个国家和地区。

2019 年业绩快报显示，公司营业收入 6.75 亿元，同比增长 19.97%，实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 32.33%。实现扣非归母净利润 0.74 亿元。

图 1 公司近年收入、利润及增长概况

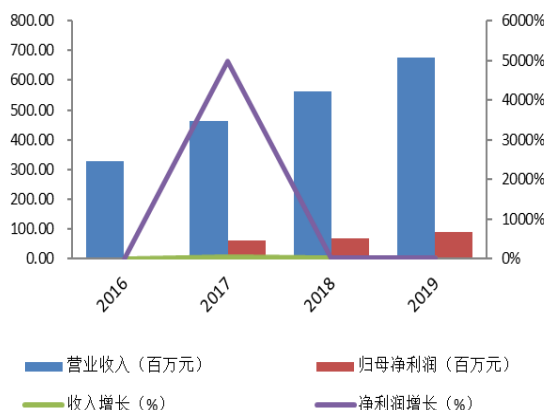
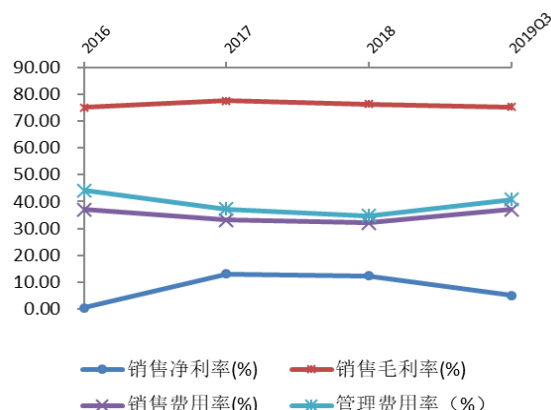


图 2 公司近年净利润率、毛利率及费用率概况



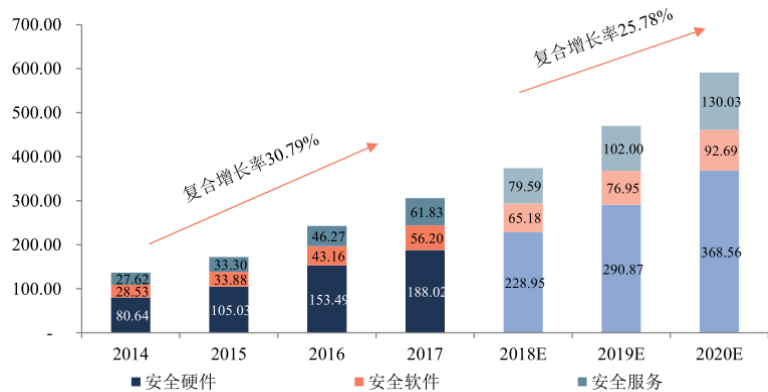
数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

1.2 网络安全行业发展情况

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技术，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，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。

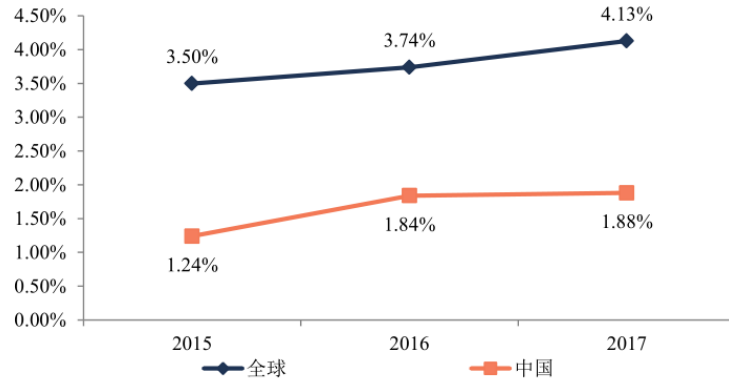
图 3 中国网络安全行业市场规模（单位：亿元）



数据来源：公司招股书 IDC 上海证券研究所

根据 IDC 的数据，2015-2017 年我国信息安全投入占总 IT 投入比例距全球平均水平尚有差距，我国信息安全投入占整体 IT 投入低于 2%，低于全球市场 4%左右的水平，仍有较大的发展空间。随着国家战略的逐步落地，预计我国投入占比将逐渐向成熟市场看齐。

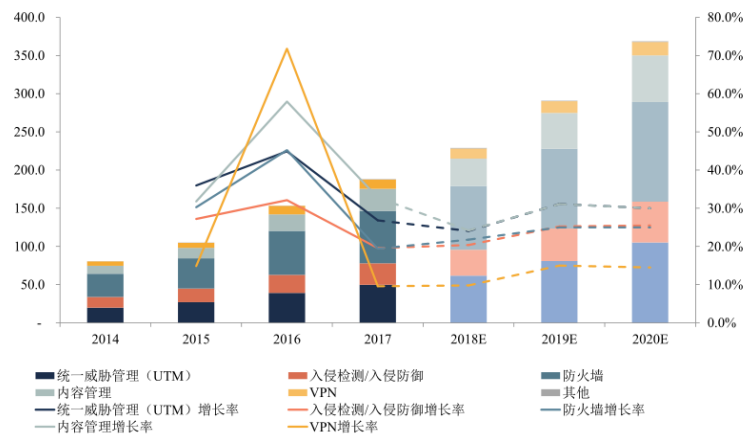
图 4 全球及中国信息安全投入占总 IT 投入比



数据来源：公司招股书 IDC 上海证券研究所

根据 IDC 数据，我国安全硬件行业主要包括传统防火墙、统一威胁管理（UTM）、入侵检测/入侵防御、内容管理、VPN 及其他子产品线。其中，传统防火墙、统一威胁管理（UTM）、入侵检测/入侵防御占比较大，分别达到 37.64%、24.70%和 15.00%，2014 年至 2017 年复合增长率分别达到 31.22%、35.71%和 26.20%。根据预测，2020 年我国传统防火墙、统一威胁管理（UTM）、入侵检测/入侵防御子产品线将分别达到 130.46 亿元、105.25 亿元和 53.35 亿元，复合增长率分别达到 24.99%、30.56%及 25.37%，仍然保持较高速增长，行业增长空间较大。

图 5 中国网络安全硬件子领域规模（亿元）



数据来源：公司招股书 IDC 上海证券研究所

随着新技术的持续更新，我国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。根据赛门铁克公司发布的《2017 诺顿网络安全调查报告》，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。另一方面，根据 IDC 的数据，2015-2017 年我国信息安全投入占总 IT 投入比例距全球平均水平尚有差距，我国信息安全投入占整体 IT 投入低于 2%，低于全球市场 4% 左右的水平。加强网络空间防护，加大网络空间安全防护的投入力度，是未来我国的网络安全市场的发展趋势。山石网科研发推出数据中心级、企业级、中小企业级下一代防火墙满足了不同网络环境对安全防护的需要，高吞吐量、高可靠性的安全设备符合行业技术发展趋势。

在 5G 网络建设中，NFV 将成为未来主要发展趋势。2018 年 8 月，“山石云·界”成为中国首个 ETSI OSM (Open Source MANO) 项目兼容的 VNF (Virtual Network Function) 的产品，山石网科成为中国首个进入 ETSI OSM VNF 兼容列表的厂商。凭借该技术，公司“山石云·界”和“山石云·集”优势明显，并已与中国电信、中国移动在企业标准、概念验证网络中进行了深度合作，得到了运营商对公司互操作测试的普遍认可。公司相关产品已与中兴、烽火、华为等厂商完成对接，在运营商网络进入 5G NFV 建设周期的趋势下，公司网络安全虚拟化技术已具备先发优势。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

根据 IDC 数据，2016-2018 年，公司在中国“统一威胁管理 UTM”市场占有率分别为 11.05%、11.68%、12.71%，连续 3 年市占率排名第四。2019 年 2 月，公司的 X10800 数据中心防火墙、“山石云·格”、

T 系列智能下一代防火墙获得《Cyber Defense Magazine》颁发的最具创新数据中心安全产品奖、下一代云安全方案奖、以及突破性安全分析解决方案奖。

2019 年 2 月 Gartner 发布的《全球网络流量分析市场指南》，山石网科凭借其威胁检测系统产品“山石智•感”，成功入选全球网络安全分析市场代表厂商目录，成为唯一入选的中国厂商。入选该报告是山石网科持续创新能力的体现，也为山石网科未来在安全大数据分析、态势感知、威胁情报等方面的进一步突破奠定了基础。在 2018 年 11 月 Gartner 发布的《亚太地区企业级防火墙魔力象限报告》中，公司凭借优秀的技术实力以及在亚太地区突出的市场表现，与 Check Point、Cisco、华为等 8 家国际领先厂商被划分为“全球性厂商”类别。

1.4 公司的竞争优势

自主软件、硬件设计研发能力，保障产品高性能、高可靠：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。

云计算数据中心全面安全防护技术：山石网科的高性能高稳定性电信级防火墙技术，以及云计算安全技术在全球范围处于先进水平。山石网科能够为云计算数据中心提供对数据中心边界、私有网络、微隔离、虚拟机等层面的全面安全防护。在即将到来的 5G 和物联网时代，移动网络将随之发生非常巨大的变化。其中，网络带宽和基站数量的提升使得与基站配套的边缘云计算中心数量也大幅提高。这些变化对网络安全的发展提出了新的要求。山石网科相关核心技术可以为正在建设的 5G 网络提供更完善、可靠的安全保护。

国际前沿技术优势、国际化视野，持续驱动技术创新：山石网科自成立以来，坚持以创新的技术服务客户，为客户打造具备国际竞争力的网络安全产品。公司初创团队由前 NetScreen Technologies Inc.、Juniper Networks Inc. 公司的网络安全技术专家组建。目前，公司在苏州、北京和美国硅谷都设立了研发中心。

美国硅谷研发中心的技术团队由一支长期从事网络安全行业的资深专家组成。该团队专注于新技术的创新，定期研究业界的技术发展趋势，致力于将大数据分析、人工智能等技术应用于网络安全领域。公司的云安全微隔离技术、基于机器学习的病毒检测技术和网络流量异常检测等技术均诞生于中美研发团队的长期稳定合作。

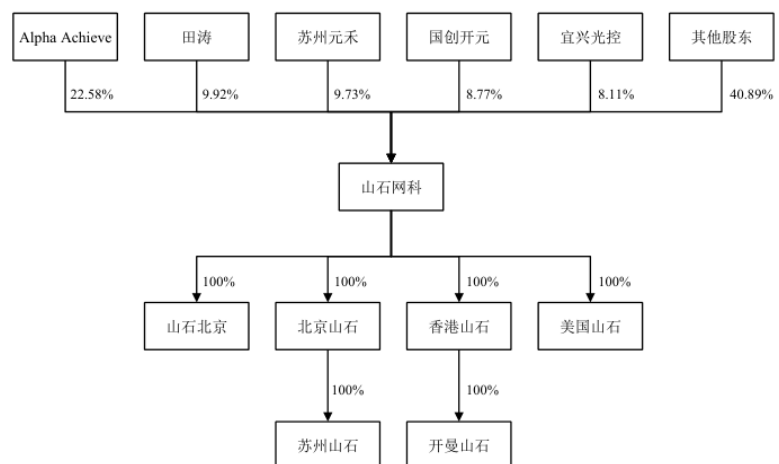
二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

山石网科前身为山石网科有限。山石网科有限系香港山石出资设立的有限责任公司，于2011年7月20日设立，其设立时的名称为“苏州山石网络有限公司”，注册资本为1,000万美元。2018年12月24日，山石网科有限整体变更为股份有限公司。

公司股权结构较为分散，单个股东单独或者合计持有或控制的股份数量均未超过公司总股本的30%，且依其持有的股份所享有的表决权不足以对股东大会的决议产生重大影响，因此发行人无控股股东。直接持有公司5%以上股份的股东为Alpha Achieve、田涛、苏州元禾、国创开元、宜兴光控。

图6 发行前公司股权结构



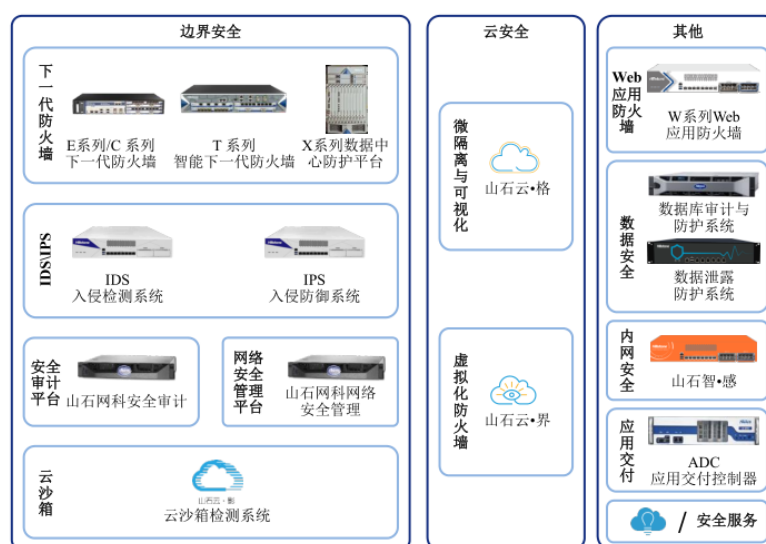
数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

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。公司下一代防火墙设备，主要应用于各类网络的边界区域，以保障用户应用安全为目标，通过针对链路层安全到应用层安全的全面威胁防御和应用安全管控技术，对边界流量进行精细化管理与监控，为用户提供全面的应用安全防护能力。

图 7 公司主要产品及服务矩阵图

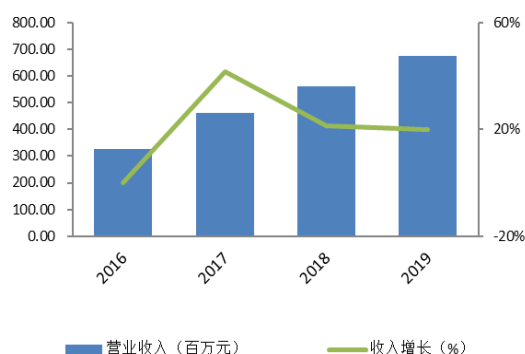


数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2016~2019 年公司主营业务收入分别为 3.27 亿元、4.63 亿元、5.62 亿元、6.75 亿元，2017~2019 分别同比增长 41.82%、21.43%、19.97%，2016~2018 年边界安全产品销售收入分别为 3.05 亿元、4.23 亿元、5.62 亿元，占比为 93.32%、91.39%、90.26%。

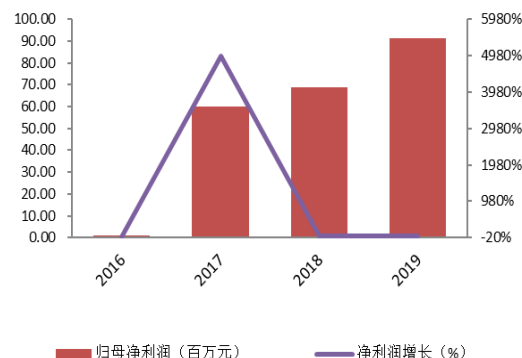
2017~2019 年公司归母净利润分别为 0.60 亿元、0.69 亿元、0.91 亿元，分别同比增长 4967.78%、14.75%、32.33%。

图 8 公司近年收入及增长概况



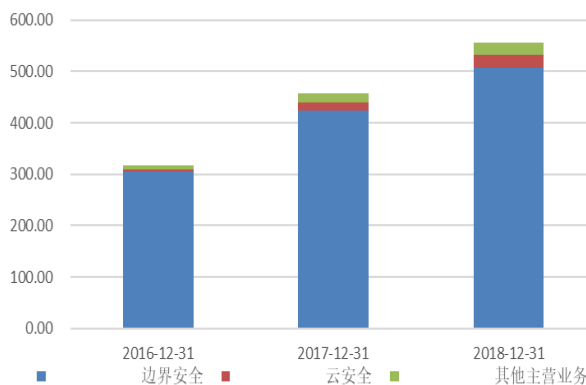
数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 9 公司近年归母净利润及增长情况



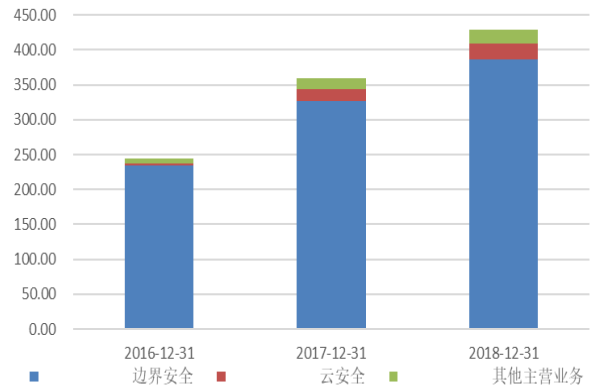
数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 10 公司主要产品收入结构



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

图 11 公司主要产品利润结构



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

2016~2019Q1，公司主营业务综合毛利率水平分别为 76.93%、78.39%、77.04%和 70.57%，在营业收入不断增长的同时，综合毛利率整体维持在较高水平，表明公司产品的具有较强的市场竞争力。

公司毛利主要来自于边界安全产品和云安全产品。其中，边界安全产品是公司毛利的主要来源，最近三年占比分别为 95.66%、91.16%和 90.03%。随着公司边界安全业务的不断发展，报告期内公司的边界安全业务的毛利稳步增长。同时，公司云安全业务毛利和其他业务毛利增长较快，占比逐年提升。

表 1 公司分业务毛利率

项目	2019Q1	2018	2017	2016
边界安全产品	69.55%	76.03%	77.33%	76.81%
云安全产品	96.79%	97.62%	98.10%	99.67%
其他	67.91%	77.98%	85.28%	71.65%
合计	70.57%	77.04%	78.39%	76.93%

数据来源：Wind 公司公告 上海证券研究所

2.4 公司财务指标分析

2.4.1 公司费用率保持平稳，研发支出较高。

公司的期间费用主要为销售费用、管理费用及研发费用，财务费用占比较低。2016 年至 2018 年度，公司期间费用分别为 26,671.78 万元、32,419.43 万元和 37,812.29 万元，期间费用占

营业收入的比例分别为 81.68%、70.01%和 67.25%，公司期间费用率虽然下降，但从期间费用水平来看逐年上升，期间费用率下降主要源于公司研发费用和销售费用增长相比营业收入增长较慢所致。

公司自设立以来一直维持较高的研发投入，建立了完善的研发体系，以保持公司技术创新的领先性。除苏州和北京外，公司在美国硅谷设立了研发中心，跟踪业界的发展趋势及先进技术，以保持产品技术及服务的优势。公司招聘了较多的研发人员，导致研发人员薪酬和办公租金支出较高，进而导致研发费用占营业收入的比例较高。

图 12 近年公司期间费用率情况

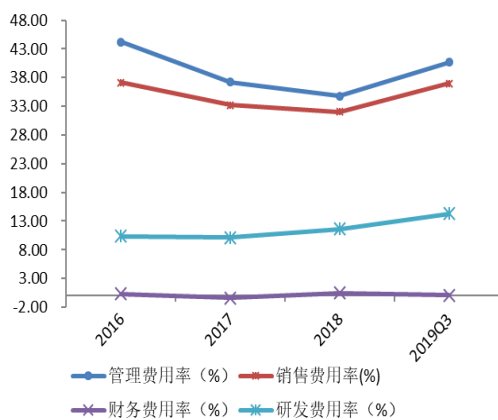
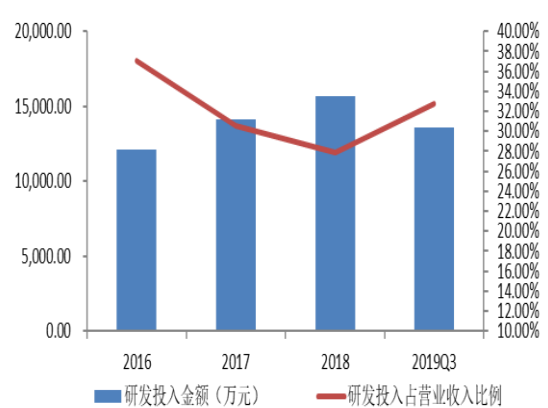


图 13 近年公司研发投入情况



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.4.2 公司资产周转率与同行业公司趋势一致

2016~2019Q3，公司应收账款周转率分别为 2.87 次/年、2.90 次/年、2.15 次/年、1.38 次/年，呈下降趋势，与同行业上市公司变动趋势一致。

2016~2019Q3，公司存货周转率分别为 2.99、3.36、3.13 及 1.87，对应存货周转天数分别为 120.41 天、107 天、114.97 天及 144.73 天，低于同行业可比公司平均值。公司各期末一年以内的应收账款余额的增加主要来自于第四季度销售收入的增加。

2016~2018，公司总资产周转率分别为 1.01 次/年、1.28 次/年、0.98 次/年，总资产周转情况与行业保持一致。

2018 年、2019Q3 公司经营活动产生的现金流净额为 917.88 万元、-7067.48 万元，占当期净利润比例为 13%、-333%，近年来公司现金流状态较为一般，若未来公司相关期间费用支出未能产生相应的经营活动现金流入，公司将面临流动性风险。

表 2 公司营运能力分析

财务指标	2016	2017	2018	2019Q3
存货周转天数	120.41	107.00	114.97	144.73
应收账款周转天数	125.59	124.13	167.67	195.91
存货周转率	2.99	3.36	3.13	1.87
应收账款周转率	2.87	2.90	2.15	1.38
流动资产周转率	1.07	1.37	1.05	0.38
固定资产周转率	23.96	24.96	19.67	12.28
总资产周转率	1.01	1.28	0.98	0.37
应付账款周转率	3.05	3.60	3.28	2.43
公司经营性现金流净额（万元）	1977.06	-693.57	917.88	-7067.48
经营性现金流净额/ 归母净利润	16.68	-0.12	0.13	-3.33

数据来源：Wind 上海证券研究所

2.5 募集资金投向

本次公司发行价 21.06 元，发行市盈率 52.25 倍，募集资金净额 85,947.17 万元。募集资金将主要用于以下项目：

表 3 募集资金运用（万元）

	项目	项目总投资	计划使用募集资金金额
1	网络安全产品线拓展升级项目	44,405.81	42,912.62
2	高性能云计算安全产品研发项目	28,622.74	26,622.74
3	营销网络及服务体系建设项目	16,411.81	16,411.81
	合计	89,440.36	85,947.17

数据来源：Wind 招股书 上海证券研究所

网络安全产品线拓展升级项目：项目针对网络安全新形势及新需求，对山石网科现有网络安全产品线进行扩展升级，其中包括两个子项目：基于安全可靠芯片的网络安全系列产品研发项目和网络安全大数据分析平台研发项目。

项目总投资 15,800.00 万元，建设期为 3 年。

高性能云计算安全产品研发项目：随着云计算市场的发展，公司拟在云安全系列产品研发项目上发力，通过容器安全解决方案、云化产品线、SD-WAN（软件定义广域网）和云安全服务平台形成云安全产品和云服务布局。

项目总投资 28,622.74 元，建设期为 3 年。

营销网络及服务体系建设项目：随着山石网科在网络安全市场持续的开拓，营销与服务能力将起到关键作用，因此公司有必要对现有营销网络及服务体系进行升级和改造。营销网络及服务体系建设项目建设完成后，山石网科将拥有更加完善的营销网络和服务支

持能力。也将为用户带来更专业、细致和快捷的服务，实现两者的共同发展。项目建设的主要内容包括两部分：“两纵一横”矩阵式网络化营销架构体系和客户服务支持中心。

项目总投资 16,411.81 元，建设期为 3 年。

根据招股书测算，募投项目实施后对公司未来三年净利润的影响金额为 152.83 万元、-1,175.75 万元和-1,800.73 万元，未来募投项目新增费用对公司净利润影响有限。

三、盈利预测及主要假设

主要假设：1) 网络安全产品顺利推进，产品渗透率持续提升；2) 云计算安全产品细分市场继续扩大份额，募投项目如期实施；3) 公司费用率保持稳定。

基于以上假设，我们预计 2019-2021 年实现收入 6.75 亿元、8.80 亿元、11.46 亿元，分别增长 19.97%、30.39%、30.33%，归母净利润分别为 0.91 亿元、1.13 亿元、1.40 亿元，同比增长 32.33%、23.72%、24.49%，相应的稀释后每股收益为 0.51 元、0.63 元和 0.78 元。

四、风险因素

包括但不限于：

新产品研发风险：公司的主要收入来源于边界安全、云安全相关产品和服务，公司未来将在现有业务的基础上，积极布局其它网络安全领域，拓展公司的主营业务。公司已经开始新产品的研发工作，进行了一定的资金、人员和技术投入。由于对行业发展趋势的判断可能存在偏差，并考虑到新产品的研发、生产和市场推广存在一定的不确定性，公司可能面临新产品研发失败或销售不及预期的风险，从而对公司业绩产生不利的影响。

产品和服务不能获得相关认证的风险：公司从事的信息安全等相关业务通常需取得信息安全服务资质和计算机信息系统安全专用产品销售许可证，相关产品和系统还需要经过严格的测评认证。如果未来国家相关认证的政策、标准等发生重大变化，公司未及时调整以适应相关政策、标准的要求，公司存在业务资质许可及产品、服务认证不能获得相关认证的风险。同时，若公司未来拓展的新业务需通过新的资质认定，公司相关业务资质许可及产品、服务认证未能通过相关认证，将对公司开拓新市场造成不利影响。

产品集中风险：2018 年边界安全产品及服务收入占公司当期主

营业收入的比重超过 90%。公司近年来已加大研发和创新力度，在云安全、数据中心安全领域已储备多项新产品和解决方案。但如果短期内由于宏观经济波动、行业不景气或出现替代产品导致边界安全相关市场需求下降，则公司的财务状况将受到不利影响。

销售渠道风险：公司主要产品采用直销和渠道代理销售相结合的销售模式。由于公司的经销商数量较多，地域分布较为分散，也增加了公司对渠道代理商管理的难度。如果个别代理商在销售公司产品过程中违反了有关法律法规，或在销售价格及售后服务等方面未按公司规定执行，可能会给公司的品牌及声誉带来负面影响。

五、估值分析

5.1 同行业可比公司 PE 估值比较分析

基于已公布的 2018 年业绩和 2019、2020 年预测业绩的均值，A 股同行业可比上市公司 18 年静态平均市盈率为 68.45，19 年、20 年平均动态市盈率为 57.73 倍、46.34 倍，同期软件与服务业中值分别为 50.98 倍、49.02 倍。

表 4 同行业上市公司 PE 比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
启明星辰	002439	38.48	0.63	0.80	0.95	61.08	48.10	40.47
绿盟科技	300369	20.75	0.21	0.32	0.42	98.81	64.84	49.44
深信服	300454	160.69	1.55	1.63	2.37	103.67	98.58	67.73
迪普科技	300768	38.80	0.56	0.62	0.76	69.29	62.58	51.31
行业平均						83.21	68.53	52.24
山石网科	688030	42.28	0.38	0.51	0.63	111.26	82.90	67.11

数据来源：Wind 上海证券研究所

公司每股发行价为 21.06 元，对应 18、19、20 年 PE 为 55.08、41.29、33.43 倍。目前公司股价为 42.28 元，对应 18、19、20 年 PE 为 111.26、82.90、67.11 倍，高于 A 股可比公司估值水平和行业估值中位数。

此外，18 年公司以扣非归母净利润计算 EPS 为 0.41 元，对应 PE51.37 倍，A 股同行业可比公司对应平均扣非 PE 为 38.25 倍，公司估值高于 A 股可比上市公司。

5.2 其他相对估值法比较分析

我们选择 PB、PEG 两种方法进行比较分析，目前公司 18、19、

20 年 PB 分别为 18.30、14.99、12.29，高于同行业可比公司均值 12.28、9.84、8.36。公司 19、20、21 年 PEG 分别为 2.52、1.80、1.38，高于同行业可比公司均值。

表 5 同行业上市公司 PB 比较

公司名称	股票代码	股价	BPS			PB		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002439	启明星辰	38.48	4.00	4.76	5.67	9.62	8.08	6.79
300369	绿盟科技	20.75	3.90	4.16	4.50	5.32	4.99	4.61
300454	深信服	160.69	8.40	10.09	12.06	19.13	15.93	13.32
300768	迪普科技	38.80	2.58	3.74	4.46	15.04	10.37	8.70
行业平均						12.28	9.84	8.36
山石网科	688030	42.28	2.31	2.82	3.44	18.30	14.99	12.29

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 6 同行业上市公司 PEG 比较

公司名称	股票代码	股价	PEG		
			2019E	2020E	2021E
启明星辰	002439	38.48	1.91	1.54	1.31
绿盟科技	300369	20.75	1.71	1.34	1.03
深信服	300454	160.69	2.40	1.89	1.40
迪普科技	300768	38.80	2.26	2.05	1.81
行业平均			2.07	1.71	1.39
山石网科	688030	42.28	2.52	1.90	1.45

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

附表 1 财务数据及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	169.29	594.68	246.95	698.01
应收和预付款项	406.48	81.65	554.63	274.66
存货	50.41	25.83	71.46	55.34
其他流动资产	22.30	22.30	22.30	22.30
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	33.71	17.66	1.60	-14.45
无形资产和开发支出	5.21	4.53	3.84	3.16
其他非流动资产	1.44	0.72	0.00	0.00
资产总计	688.83	747.37	900.78	1039.02
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收及款项	161.47	148.81	189.41	187.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	91.03	91.03	91.03	91.03
负债合计	272.50	239.84	280.44	278.23
股本	135.17	135.17	135.17	135.17
资本公积	395.87	395.87	395.87	395.87
留存收益	-114.70	-23.51	89.31	229.76
归属母公司股东权益	416.34	507.52	620.34	760.79
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	416.34	507.52	620.34	760.79
负债和股东权益合计	688.83	747.37	900.78	1039.02

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	10.71	437.52	-357.01	440.62
投资活动现金流	34.22	-0.19	-0.19	-0.19
融资活动现金流	116.14	-11.94	9.47	10.63
净现金流	159.59	425.39	-347.73	451.06

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	562.28	674.57	879.56	1146.36
营业成本	133.25	158.52	202.30	263.66
营业税金及附加	6.35	7.62	9.94	12.95
营业费用	179.97	215.91	281.52	366.92
管理费用	39.23	47.06	61.37	79.98
财务费用	2.46	-8.06	-9.47	-10.63
资产减值损失	7.74	7.74	7.74	7.74
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	79.01	104.44	129.16	160.73
营业外收支净额	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22
利润总额	78.79	104.22	128.94	160.51
所得税	9.88	13.03	16.12	20.06
净利润	68.91	91.19	112.82	140.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	68.91	91.19	112.82	140.45

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	21.43%	19.97%	30.39%	30.33%
EBIT 增长率	55.29%	151.76%	24.25%	25.46%
EBITDA 增长率	42.38%	103.53%	22.02%	22.98%
净利润增长率	14.75%	32.33%	23.72%	24.49%
毛利率	76.30%	76.50%	77.00%	77.00%
EBITDA/总收入	9.25%	15.69%	14.69%	13.86%
EBIT/总收入	6.79%	14.25%	13.58%	13.07%
销售净利率	6.72%	13.52%	12.83%	12.25%
资产负债率	39.56%	32.09%	31.13%	26.78%
流动比率	2.54	3.26	3.41	4.03
速动比率	2.26	3.04	3.05	3.73
总资产回报率 (ROA)	5.54%	12.87%	13.26%	14.43%
净资产收益率 (ROE)	9.08%	17.97%	18.19%	18.46%

数据来源：Wind，上海证券研究所

分析师承诺

滕文飞

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

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。