

山石网科（688030）：技术创新网络安全领导厂商，多元化产品拓宽发展前景

2020 年 09 月 04 日

推荐/首次

山石网科

公司报告

疫情影响有限，经营稳定恢复。公司近几年营收与净利润保持稳定增长，2020 上半年受疫情影响公司实现营收 2.23 亿元，同比下降 2.33%；随着疫情态势逐渐平稳，客户需求逐步回升，第二季度营收与去年同期相比增长 6.71%，同时持续在产品研究和营销体系建设方面加强投入，随着国内疫情向好发展，并受网络安全行业订单季节性分布影响，预计公司下半年收入及盈利情况将稳步回升。

从合规和风险管理向数字化转型赋能转型，我国信息安全市场潜力巨大，需求升级有望带动行业集中度提升。等级保护 2.0 标准落地，企事业单位将进一步加大信息安全产品和服务的投入。2018 年我国信息安全市场为 495.2 亿元，赛迪预测，到 2021 年我国网络信息安全市场将达到 926.8 亿元。工信部网站《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》指出，到 2025 年，网络安全产业规模超过 2000 亿。预计未来五年保持 20% 以上的增长速度仍是大概率事件。同时，网络安全需求从单一的信息安全产品需求逐渐发展升级为安全产品、安全集成与安全服务相互交织的解决方案需求。安全服务化趋势要求更加全面的综合服务能力和完整可靠的安全解决方案，提高了行业竞争门槛，安全市场集中度有望提升。

公司是国内网络安全行业的技术创新领导厂商，相较国内外主要安全厂商的同类型产品，公司的设备的最高吞吐量、新建连接数量、并发连接数量方面在市场中均排名较前，具备一定技术和性能的先进性优势。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”的“特定领域者”象限，连续两年入选 Gartner 的“IDPS 魔力象限”的“特定领域者”象限。

打造多元化产品格局，前瞻布局云安全。公司在坚实的技术积累基础上不断拓展产品线品类。在业内率先推出了多系列具备领先技术的产品，从下一代防火墙产品线，扩展至入侵检测和防御系统产品、数据库审计产品、安全审计平台产品、数据安全类产品、内网安全产品、应用交付类产品等。同时，公司把握安全服务化趋势，较早进入云安全领域，公司的云计算安全解决方案可为多种云计算环境提供全方位的保护，纯软件化的 NFV 产品，极易在云计算环境中部署。多元化产品布局有望大大拓宽公司发展前景。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.15、1.50 和 1.90 亿元，对应 EPS 分别为 0.64、0.83 和 1.05 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 63、49 和 38 倍。看好公司的渠道建设和产品线扩充，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：下游客户信息安全投入不及预期；政策实施不及预期；市场竞争加剧风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	562.28	674.57	848.78	1,083.70	1,354.97
增长率（%）	21.43%	19.97%	25.83%	27.68%	25.03%
归母净利润（百万元）	68.91	91.05	114.71	149.55	190.09
增长率（%）	14.75%	32.12%	25.99%	30.37%	27.11%
净资产收益率（%）	16.55%	6.60%	7.83%	9.48%	11.06%
每股收益（元）	0.51	0.62	0.64	0.83	1.05
PE	79.01	64.78	63.28	48.54	38.19
PB	13.08	5.26	4.96	4.60	4.22

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

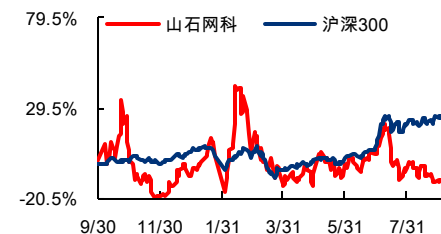
公司是中国网络安全行业的技术创新领导厂商，自成立以来一直专注于网络安全领域前沿技术的创新，提供包括边界安全、云安全、数据安全、内网安全在内的网络安全产品及服务，致力于为用户提供全方位、更智能、零打扰的网络安全解决方案。公司为政府、金融、运营商、互联网、教育、医疗卫生等行业累计超过 17,000 家用户提供高效、稳定的安全防护。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	63.35-35.55
总市值（亿元）	72.59
流通市值（亿元）	15.57
总股本/流通 A 股（万股）	18,022/3,865
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	9.79

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

研究助理：陈晓博

010-66555574

chenxb_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070046

目 录

1. 技术创新的网安领导厂商	4
1.1 技术创新优势带来较强市场竞争力	4
1.2 营收增长稳定，多元化产品格局初步形成	5
2. 网安行业：持续高速增长，未来发展可期	6
2.1 市场需求与相关政策推动行业发展	6
2.1.1 自发需求与合规要求共同拉动	6
2.1.2 网络安全法律法规密集出台，加速行业增长	7
2.1.3 等保 2.0：明确行业新标准，引领行业新发展	8
2.2 安全服务市场广阔，安全市场集中度有望提升	9
3. 渠道发力+产品线扩充，奠定公司未来发展基础	10
3.1 推进渠道建设，扩大产品覆盖度	10
3.2 产品线扩充，前瞻布局云安全	11
3.2.1 产品性能领先，具备市场拓展能力	11
3.2.2 多元产品线拓展，云安全蓄势待发	12
4. 公司盈利预测及投资评级	14
5. 风险提示	14
相关报告汇总	16

插图目录

图 1： 公司股权结构	4
图 2： 公司主要业务及产品	5
图 3： 公司近年营业收入及增长率（百万元）	5
图 4： 公司近年归母净利润及增长率（百万元）	5
图 5： 公司收入结构情况	6
图 6： 公司分项业务收入情况（百万元）	6
图 7： 我国网络信息安全市场下游构成	6
图 8： 2013-2017 年我国新增信息安全漏洞数量（个）	7
图 9： 2018-2019 我国境内被篡改网站数量（个）	7
图 10： 网络安全相关法律法规密集出台	7
图 11： 等级保护 2.0 安全框架	9
图 12： 2016-2021 中国网络安全市场结构及预测	9
图 13： 2018 年中国与全球网络信息安全市场结构对比	9
图 14： 2016-2025 年国内网络安全市场规模（亿元）	10
图 15： 2016-2018 年中国网络安全行业集中度	10
图 16： 公司渠道体系	11
图 17： 公司防火墙产品示意	13
图 18： 全球云安全市场规模	13

图 19： 中国云安全市场规模	13
图 20： 公司云安全产品运营场景	14

表格目录

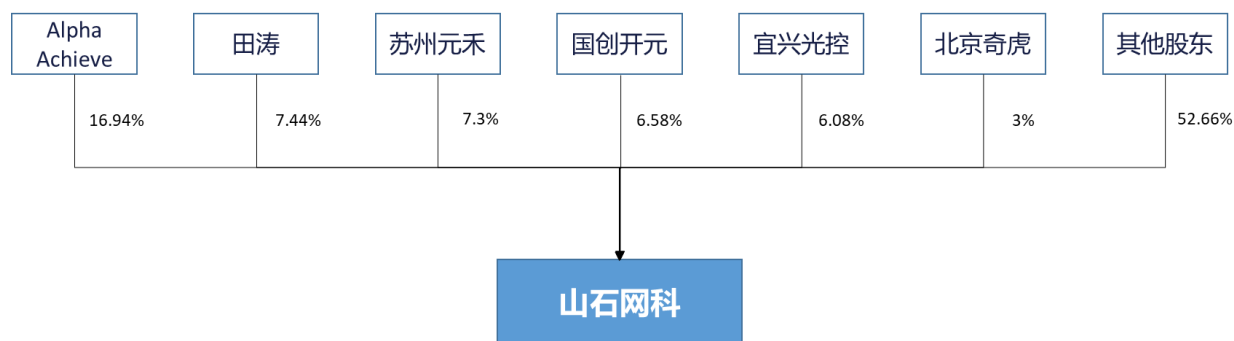
表 1： 等保 2.0 等级评定变化	8
表 2： 公司与可比厂商设备性能参数对比情况	12

1. 技术创新的网安领导厂商

1.1 技术创新优势带来较强市场竞争力

山石网科是国内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企业级网络安全产品的研发与创新，于 2019 年 9 月在科创板上市。公司股权较为分散，无实际控制人。

图1：公司股权结构

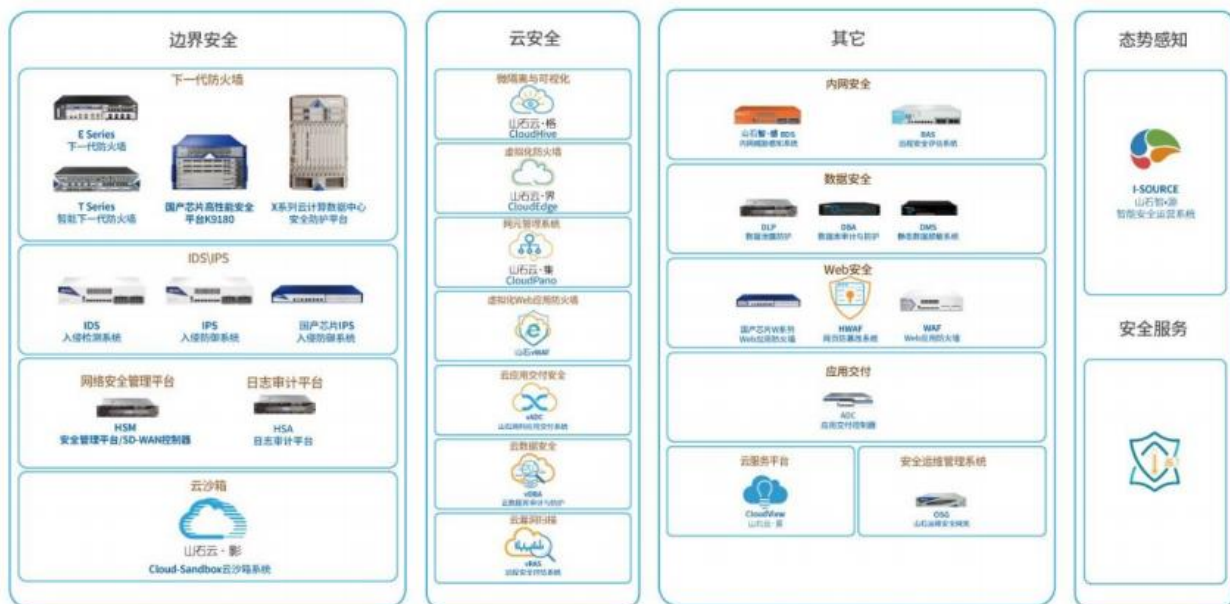


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

凭借卓越的技术水平和突出的市场表现，公司在国内外拥有较强的市场竞争力。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”的“特定领域者”象限，连续两年入选 Gartner 的“IDPS 魔力象限”的“特定领域者”象限。2020 年 4 月，全球权威 IT 研究与咨询机构 Gartner 发布了《2020 年云工作负载安全防护平台市场指南（MarketGuide for Cloud Workload Protection Platforms）》。作为唯一一家来自中国的全球性品牌厂商，山石网科的微隔离与可视化云安全产品——山石云·格（Cloud Hive）成功入选指南中“基于身份的隔离、可视和控制能力”分类。

近年来，公司一直加强网络安全产品线的性能优化与品类扩充。目前，公司的产品线已涵盖边界安全、云安全、其他安全（主要包括：Web 安全、内网安全、数据安全、应用交付、态势感知）等领域。此外，结合客户实际需求及市场发展趋势，公司构建了“安全产品+安全服务”模式，将产品与服务深度融合形成合力，进一步提升安全整体解决方案能力与客户端的安全运营效率。

图2: 公司主要业务及产品

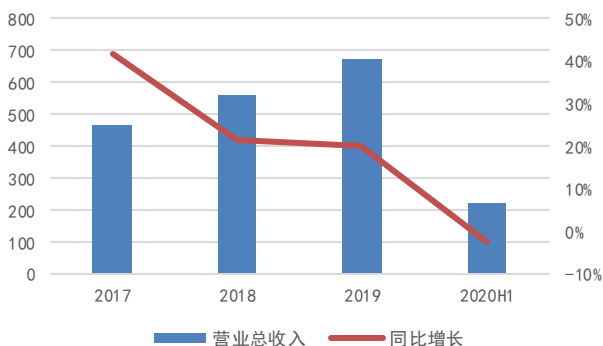


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 营收增长稳定，多元化产品格局初步形成

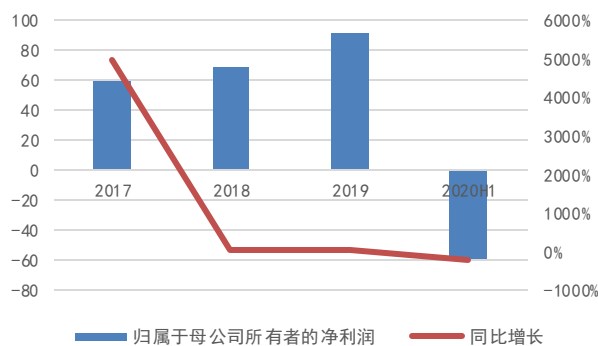
公司近几年营收与净利润保持稳定增长。受疫情影响，2020 年上半年网络安全行业下游客户群体整体呈现需求递延趋势，公司 2020 上半年实现营收 2.23 亿元，同比下降 2.33%。随着疫情态势逐渐平稳，客户需求逐步回升，第二季度营收与去年同期相比增长 6.71%。公司 2020 年上半年实现归母净利润-5963.43 万元，同比下降 251.64%，主要系公司持续在产品研发和营销体系建设方面加强投入，成本费用有所增长，随着国内疫情向好发展，并受网络安全行业订单季节性分布影响，预计公司下半年收入及盈利情况将稳步回升。

图3: 公司近年营业收入及增长率 (百万元)



资料来源：wind，东兴证券研究所

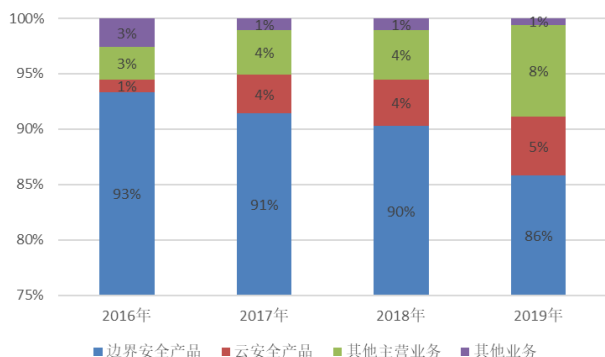
图4: 公司近年归母净利润及增长率 (百万元)



资料来源：wind，东兴证券研究所

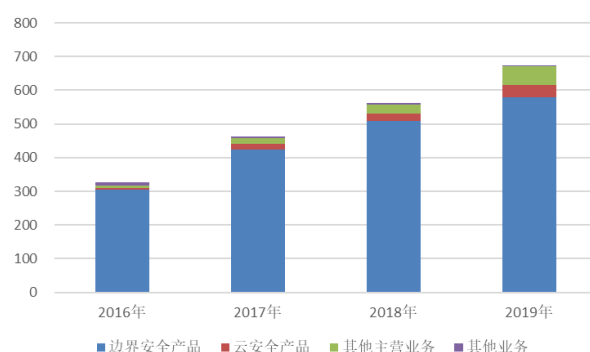
截止目前，边界安全业务仍为公司收入主要来源，不过占比呈逐年下降趋势，2015-2019 年边界业务收入占比公司整体收入比重从 93%下降到 86%。2020 年上半年边界安全产品营收 1.78 亿，主营占比 80.76%。公司的产品线已基本覆盖网络安全行业各个主要细分领域，从安全硬件、安全软件并延伸至安全服务，多元化产品格局已初步形成。

图5: 公司收入结构情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图6: 公司分项业务收入情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

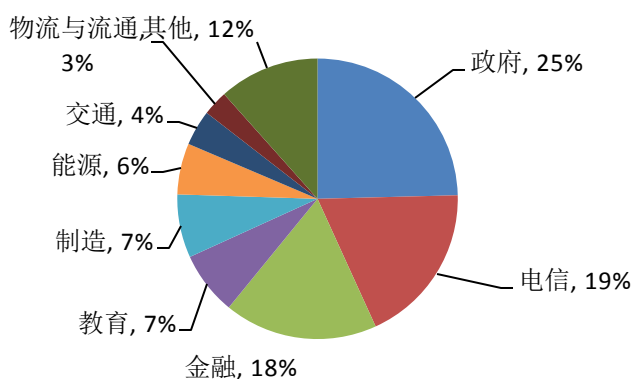
2. 网安行业: 持续高速增长, 未来发展可期

2.1 市场需求与相关政策推动行业发展

2.1.1 自发需求与合规要求共同拉动

早期的网络安全行业主要靠合规要求拉动, 企业投资进行网络安全建设主要是为了满足国家相关的法律法规, 并非出于对企业安全建设的自发需求。从下游需求来看, 网络安全行业的下游客户主要集中于电信、金融、政府等涉及国家安全和国民经济命脉的行业, 2018年这三大行业的采购份额占了信息安全市场份额的62%。其中, 政府部门的采购占比最大, 为25%, 其余的金融、电信部门大多为国有企业。在这些行业, 对于信息安全都有相应的政策要求, 企业受到政府监管要求而进行信息安全产品采购, 所以合规需求成为我国信息安全市场增长的主要驱动力。

图7: 我国网络信息安全市场下游构成

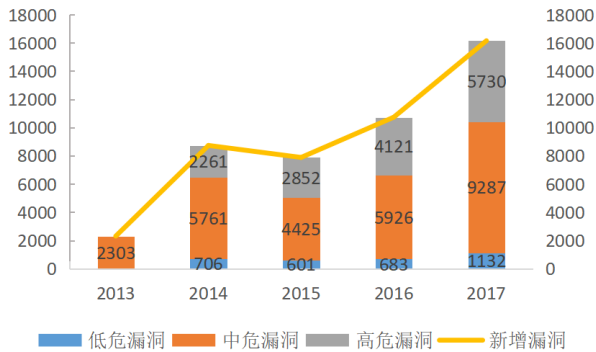


资料来源: CCID Consulting, 东兴证券研究所

但随着近些年来安全事件的频发, 再加上企业业务对网络和信息设备越来越依赖, 企业面临着的安全威胁越来越严峻, 企业逐渐意识到网络安全的重要性。鉴于网络安全保护的专业性, 企业无法自我实现安全保护。同时, 大规模数据欺诈/窃取事故和大规模网络攻击被视为全球企业最有可能面临的主要风险, 这极大地刺激

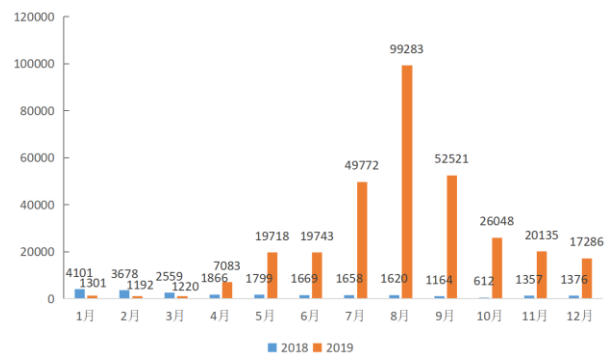
了企业对网络安全设备或系统的自发性需求，使得企业积极购买网络安全产品与服务，以降低企业面临的网络安全和信息泄露风险。

图8：2013-2017 年我国新增信息安全漏洞数量（个）



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图9：2018-2019 我国境内被篡改网站数量（个）

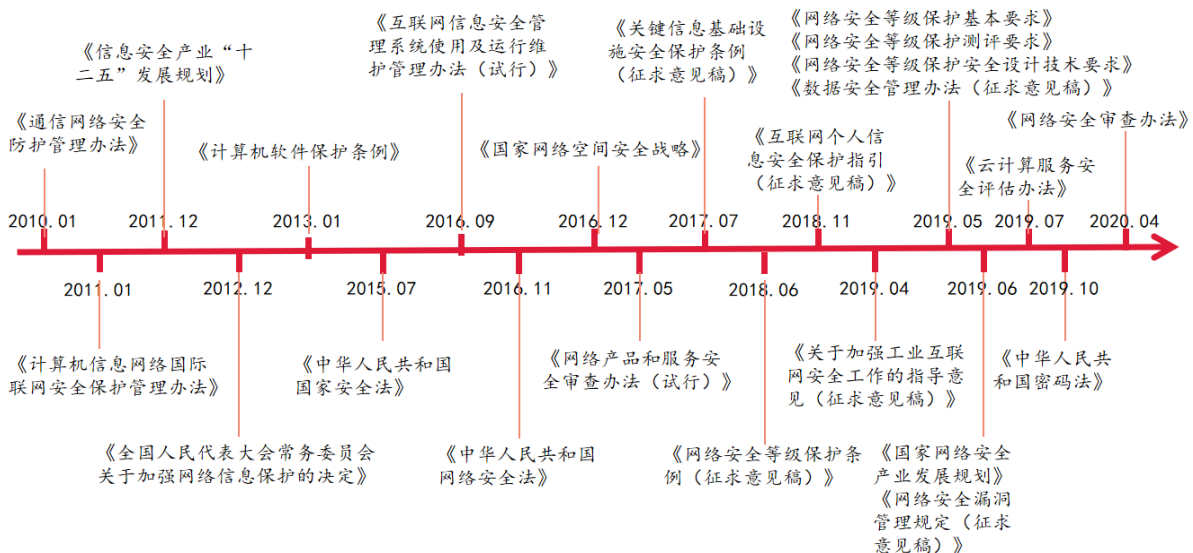


资料来源：CNCERT，东兴证券研究所

2.1.2 网络安全法律法规密集出台，加速行业增长

随着近年网络安全事件的频繁爆发，无论是从国家层面还是从企业或个人层面来看，其面临的信息安全威胁都在不断地提升，网络空间已经成为国家继海陆空天之后的第五大主权领域空间。为了维护网络空间安全进而保障国家安全，国家近年来密集出台了许多网络安全政策，大力推进网络/信息安全产业发展，将网络安全上升到了国家安全的高度。尤其是2016年11月7日全国人民代表大会常务委员会发布的《中华人民共和国网络安全法》，规定“国家实行网络安全等级保护制度”，标志了等级保护制度的法律地位，使得网络安全有法可依，将信息安全行业以往的合规性驱动过渡到合规性和强制性驱动并重。合规性政策陆续出台提升了信息安全产品服务空间。各行业、各领域都加紧信息安全责任制度建设，为推进信息安全工作提供有力依据。

图10：网络安全相关法律法规密集出台



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2.1.3 等保 2.0：明确行业新标准，引领行业新发展

2018 年 6 月 27 日，公安部发布《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》，就等保标准进行了为期一个月的意见征求。2019 年 5 月 13 日，国家市场监督管理总局颁布的《网络安全等级保护基本要求》、《网络安全等级保护测评要求》和《网络安全等级保护安全设计技术要求》三大标准，标志着我国等保 2.0 时代的开启，系列标准于 2019 年 12 月 1 日正式实施。等保 2.0 提出主动防御、安全可信、动态感知、全面审计等新理念，覆盖云计算、大数据、物联网、移动互联和工业控制系统等新领域，有望全面推进网络安全能力建设，带动信息安全产业发展。

与等保 1.0 相比，等保 2.0 从法律依据、保护对象、等级评定、具体要求等方面都有了变化。等级保护 2.0 新增新型网络攻击防护、集中管控、邮件安全防护、可信计算、个人信息保护以及安全服务等要求，并把监管对象从体制内拓展到了全社会，覆盖技术更全面，监管范围更广。

- **法律依据：**等保 2.0 将等级保护从条例法规提升到法律层面。等保 2.0 的法律依据是国家网络安全法，因此有关部门可以就违反网络安全保护义务的企业给予处罚。
- **保护对象：**等保 2.0 的保护对象在信息系统的基础上，新增了云计算平台/系统、大数据应用/平台/资源、物联网、工业控制系统和采用移动互联技术的系统等。
- **等级评定：**在定级流程方面，等保 2.0 由原来的自主定级转变为必须经过专家评审和主管部门审核，才能到公安机关备案，整体定级更加严格。测评周期方面，等保 2.0 要求三级以上系统每年开展一次测评，修改了原先四级系统每半年进行一次等保测评的要求。测评结果则要求达到 75 分以上才算基本符合（等保 1.0 为 60 分）。此外，等保 2.0 还加入了网络划分。

表1：等保 2.0 等级评定变化

受损害的客体对象	等保 1.0			等保 2.0		
	一般损害	严重损害	特别严重损害	一般损害	严重损害	特别严重损害
公民、法人和其他组织的合法利益	第一级	第二级	第二级	一般网络 第一级	一般网络 第二级	重要网络 第三级
社会秩序、公共利益	第二级	第三级	第四级	一般网络 第二级	重要网络 第三级	特别重要网络 第四级
国家安全	第三级	第四级	第五级	重要网络 第一级	特别重要网络 第一级	极其重要网络 第一级

资料来源：瑞星、东兴证券研究所

- **具体要求：**等保 2.0 针对新的安全形势提出了新的安全要求，信息系统需要同时满足“通用要求+扩展要求”。等保 2.0 还对测评项进行合理优化，删除过时的评测项，新增对新型网络攻击行为防护和个人信息保护等新要求，调整了标准结构，将安全管理中心从管理层面提升至技术层面。

图11：等级保护 2.0 安全框架

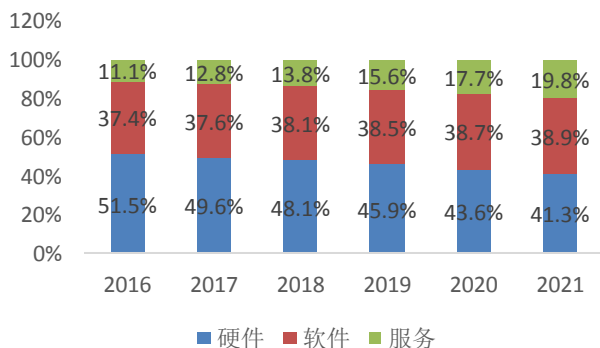


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2.2 安全服务市场广阔，安全市场集中度有望提升

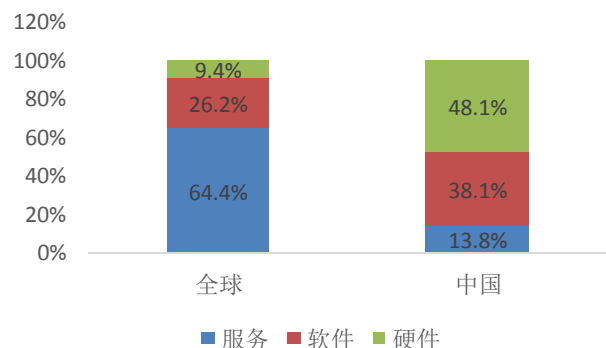
从全球市场来看，全球网络信息安全市场的产品以安全服务为主，2018 年安全服务市场份额占网络信息安全市场的 64.4%；其次是软件，软件市场份额占 26.2%；最后是硬件，硬件市场份额只占 9.4%。而中国的安全市场结构则呈现了完全相反的情况，2018 年中国网络信息安全市场以硬件为主，硬件市场份额占 48.1%；其次是软件，软件市场份额占 38.1%；安全服务产品的占比反而最少，市场份额仅占 13.8%。以全球安全市场为参考，中国安全服务市场份额有巨大的增长空间，预计安全服务业务将快速增长，增速显著高于整体网络信息安全市场。近年来，随着中国安全市场 SaaS 和云服务、主动防御等理念的渗透，网络信息安全盈利模式开始由软硬件产品向服务逐步转移，安全服务市场份额逐渐提升，国内市场结构逐步向全球市场结构调整。预计到 2021 年，中国安全服务市场份额有望从 2016 年的 11.1%提高到 19.8%。

图12：2016-2021 中国网络安全市场结构及预测



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

图13：2018 年中国与全球网络信息安全市场结构对比



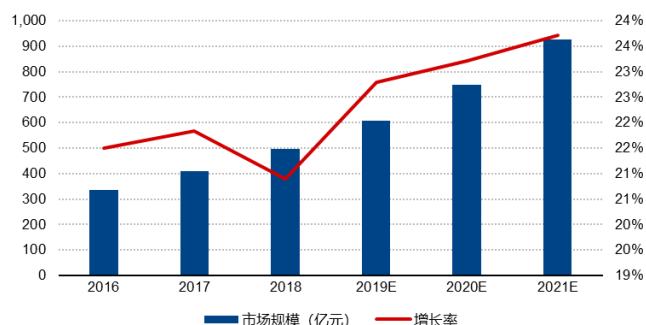
资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

在网络信息安全政策和新兴技术的驱动下，我国网络信息安全行业保持较快增长。2018 年市场整体规模达到 495.2 亿元，较 2017 年增长 20.9%，远超全球安全市场整体增长率。随着数字经济的发展，物联网建设的逐步推进，网络信息安全作为数字经济发展的必要保障，其投入将持续增加，未来的行业发展前景明朗。赛迪顾问预测，到 2021 年我国网络信息安全市场将达到 926.8 亿元。工信部网站《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》指出，到 2025 年，网络安全产业规模超过 2000 亿。随着市场规模基数的扩大，预计未来行业增长速度会有所下降，尤其受新冠疫情影响，2020 年网络安全市场规模增速将进一步放缓。但在未来五年内保持 20% 以上的增长速度仍是大概率事件。

由于安全需求的多样性和复杂性，网络信息安全产品也具有多样性的特点，市场的细分程度较高，不同的细分市场又存在不同的领先厂商，总体来看，与国际相比，我国信息安全产品缺乏真正的龙头企业，市场集中度相对较低，市场份额前五名厂商的市场份额总和不足 30%，竞争较为激烈。

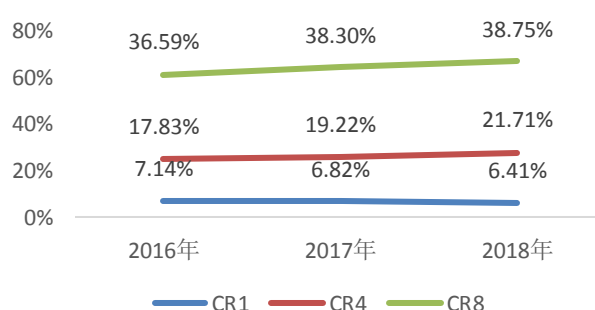
预计随着市场竞争进一步加剧，安全形势进一步变化，未来占据市场份额大头的安全服务将要求更加全面的综合服务能力 and 完整可靠的安全解决方案，行业竞争壁垒将增加。行业领先企业利用优势产品、品牌知名度和客户渠道资源，不断通过技术创新和产品研发，扩张产品线，提升整体解决方案的服务能力，提升市场竞争力。具有技术、品牌、人才和资金优势的厂商将成为潜在的行业整合者，将通过大量兼并收购来壮大自身，淘汰落后企业，产业趋于进一步集中。

图14：2016-2021 年国内网络安全市场规模（亿元）



资料来源：赛迪顾问，东兴证券研究所

图15：2016-2018 年中国网络安全行业集中度



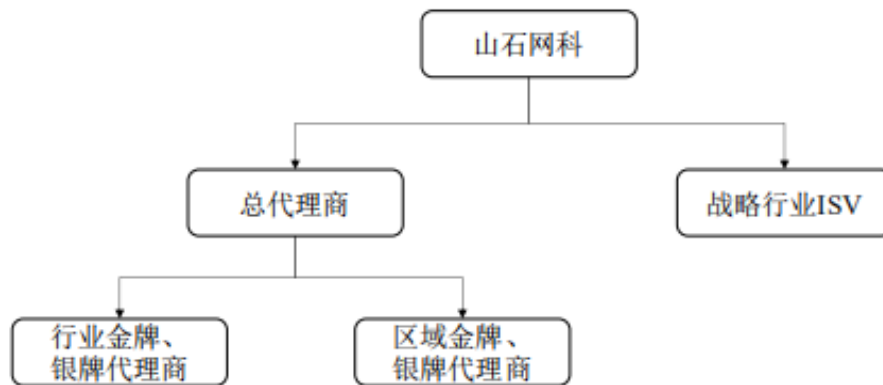
资料来源：《2019 年中国网络安全产业报告》，东兴证券研究所

3. 渠道发力+产品线扩充，奠定公司未来发展基础

3.1 推进渠道建设，扩大产品覆盖度

公司主要采用直销和渠道代理销售相结合的销售模式，并以渠道代理为主。2016-2018 年公司渠道代理销售收入占主营业务收入的比重分别为 83.57%、85.50%、89.51%。公司渠道代理商可分为总代理商、战略行业 ISV 和金牌、银牌代理商。总代理商、战略行业 ISV 及境外区域金牌代理可以直接向山石网科进行采购；一般情况下，境内金牌、银牌代理商通过总代理商下单提货。

图16：公司渠道体系



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司终端用户的行业和地域分布较为分散，厂商难以通过自建的营销体系实现用户的全面覆盖，渠道代理商具有覆盖能力强，区域覆盖大等特点，可以为公司提供高效市场开拓及终端客户维护信息和服务；同时总代理商、行业 ISV 的存在可以在一定程度上规避企业的资金风险。

广泛的销售渠道为公司产品推广提供了力量和资源保证，公司上市募投项目中营销网络及服务体系建设项目按照行业、渠道以及区域平台组成“两纵一横”矩阵式网络化营销架构体系。以行业和渠道作为全国纵向部门，区域平台作为横向部门负责拓展区域客户销售，打造增厚营销架构体系为客户提供多维度、多桥梁的沟通方式，将有助于完善公司内部渠道管理系统，便于为渠道提供良好的服务支撑。最终实现客户、山石网科和渠道的多赢。

3.2 产品线扩充，前瞻布局云安全

3.2.1 产品性能领先，具备市场拓展能力

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。自成立以来，公司坚持以创新的技术服务客户、为客户打造出具备国际竞争力的网络安全产品为己任。目前，公司在苏州、北京和美国硅谷都设立了研发中心。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。公司美国研发中心注重关注国际前沿技术发展，2019 年代表公司参加了 RSA、Gartner Security & Risk Management Summit、VMworld 2019 等众多安全会议，从中了解业界最新动态和友商产品技术趋势。公司美国研发中心技术人员与 Gartner 分析师保持定期交流，及时了解并跟进行业最新趋势、其他厂商的热点方向，确保公司的安全产品及服务紧跟国际前沿技术趋势。

相较国内外主要安全厂商的同类型产品，公司的设备的最高吞吐量、新建连接数量、并发连接数量方面在市场中均排名较前，具备一定技术和性能的先进性优势。

表2：公司与可比厂商设备性能参数对比情况

厂商名称	最高吞吐量	新建链接数量（个）	并发数量（个）
华为	1.92Tbps	-	-
天融信	480Gbps	-	6,000 万-1.2 亿
新华三	1.6Tbps	3,000-2,000 万	15 万-10 亿
Juniper	1.2Tbps	5,000-750 万	6.4 万-3.95 亿
Checkpoint	880Gbps	4 万-492 万	320 万-1.1 亿
PaloAltoNetworks	720Gbps	4,200-480 万	6.4 万-3.2 亿
Fortinet	630Gbps	5,000-180 万	75 万-3.2 亿
CISCO	1.2Tbps	6,000-50 万	10 万-5,700 万
公司	1Tbps	6,000-1,000 万	10 万-4.8 亿

资料来源：东兴证券研究所

公司产品凭借高性能、高可靠的核心竞争力以及广受认可的品牌形象，得到了国内金融、政府、运营商、互联网、教育、医疗卫生等行业高端客户群的认可，在国内市场普遍形成高品质、技术领先的高端品牌形象。

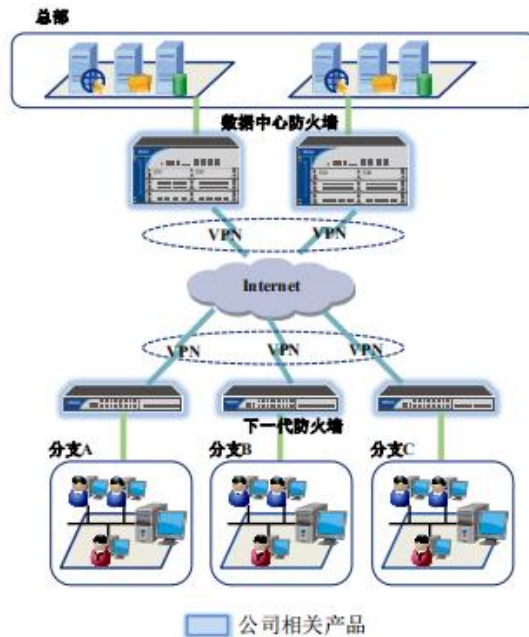
近年来，山石网科 WAF 在运营商集采项目，如电信集采项目、移动集采项目中连续斩获佳绩。山石网科的其他网络安全产品也在中国电信、中国联通云等重大项目中持续入围，这充分说明了运营商对山石网科品牌与产品的高度认可，也证明了山石网科在运营商网络安全领域的市场领先地位。

3.2.2 多元产品线拓展，云安全蓄势待发

公司成立初期主要集中在高端防火墙领域，相比国际与国内知名的网络安全行业厂商，公司整体规模较小、产品线尚需进一步丰富。

广泛优质的客户群体为公司产品线的丰富以及生态圈的建立创造了优质的成长环境，从 2013 年之后，公司在坚实的技术积累的基础之上不断拓展产品线品类。在业内率先推出了多系列具备领先技术的产品，包括基于多核技术高性能下一代防火墙、基于全分布式构架的 Tbps 级数据中心代防火墙、基于机器学习和大数据分析的智能下一代防火墙、应用于云安全微隔离的“山石云·格”、针对金融业“两地三中心”而设计的数据中心“孪生模式”防火墙等产品。由于多年来的技术积累和传承，使公司有能力进行产品线的拓展。

图17：公司防火墙产品示意



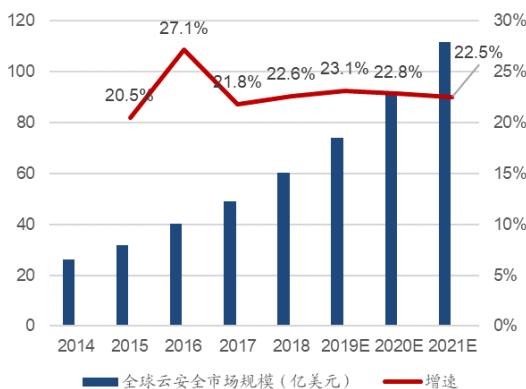
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司产品线逐年扩展，从下一代防火墙产品线，扩展至入侵检测和防御系统产品、数据库审计产品、安全审计平台产品、数据安全类产品、内网安全产品、应用交付类产品等。

同时，公司把握安全服务化趋势，是国内最早进入云安全领域的安全厂商之一。公司的云计算安全解决方案可为多种云计算环境提供全方位的保护，纯软件化的NFV产品，极易在云计算环境中部署。此前公司已经陆续发布了虚拟化下一代防火墙产品山石云·界和国内首款针对云内东西向流量的具有“微隔离与可视化”功能的产品山石云·格。公司现有的云安全产品客户群广泛，包括政府、医疗、教育等领域。

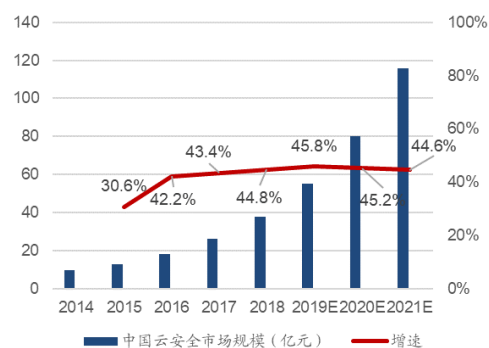
中国云安全市场目前仍处于起步阶段，整体的市场规模随着云计算市场规模的增长而快速崛起。根据赛迪顾问数据，中国云安全整体的市场规模会随云计算市场增长而快速崛起。预计到2021年中国云安全服务市场规模将达到115.7亿元，2019-2021年年均增长率为45.2%，行业正快速增长。

图18：全球云安全市场规模



资料来源：Gartner，赛迪，东兴证券研究所

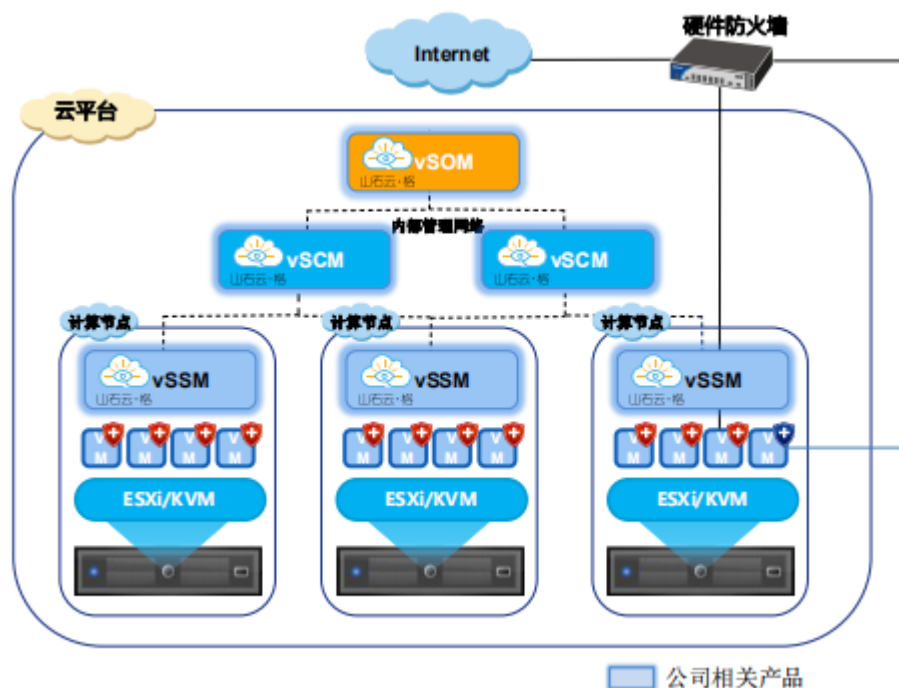
图19：中国云安全市场规模



资料来源：赛迪，东兴证券研究所

在云服务的多个服务层级中, 公司现有产品已经在虚拟机、微隔离、私有网段和数据中心边界等层面提供了安全服务及产品。同时公司规划的容器安全、云化产品线和 SD-WAN 产品将进一步扩大公司云安全产品的覆盖面。云安全系列产品在深度上从最底层的容器到最上层的互联网接入, 提供流量可视化和访问控制; 在广度上从基础防火墙防护到 Web 应用防护等, 提供多种应用的安全防护。

图20: 公司云安全产品运营场景



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 公司盈利预测及投资评级

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.15、1.50 和 1.90 亿元, 对应 EPS 分别为 0.64、0.83 和 1.05 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 63、49 和 38 倍。看好公司的渠道建设和产品线扩充, 首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

下游客户信息安全投入不及预期; 政策实施不及预期; 市场竞争加剧风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	700	1571	1573	1687	1852	营业收入	562	675	849	1084	1355
货币资金	221	1075	313	341	396	营业成本	133	162	209	274	352
应收账款	318	322	344	374	421	营业税金及附加	6	8	9	11	14
其他应收款	78	3	4	5	6	营业费用	180	218	268	330	398
预付款项	3	7	8	9	11	管理费用	39	50	61	75	90
存货	50	49	62	79	100	财务费用	2	1	-7	-3	-4
其他流动资产	22	26	33	42	52	研发费用	156	187	227	276	336
非流动资产合计	46	54	75	91	88	资产减值损失	7.74	0.00	18.12	23.13	28.92
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	34	39	44	50	49	投资净收益	0.67	4.95	0.00	0.00	0.00
无形资产	5	5	10	13	16	加:其他收益	41.64	54.82	60.30	66.34	72.97
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	79	95	124	164	213
资产总计	747	1625	1648	1778	1941	营业外收入	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26
流动负债合计	313	223	160	178	198	营业外支出	0.48	0.46	0.46	0.46	0.46
短期借款	20	10	0	0	0	利润总额	79	95	124	164	213
应付账款	50	49	61	78	99	所得税	10	3	9	15	23
预收款项	6	6	6	6	6	净利润	69	91	115	150	190
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	18	23	23	23	23	归属母公司净利润	69	91	115	150	190
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	330	246	183	201	221	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	21.43%	19.97%	25.83%	27.68%	25.03%
实收资本(或股本)	135	180	180	180	180	营业利润增长	28.40%	19.90%	30.95%	32.42%	29.59%
资本公积	396	1222	1222	1222	1222	归属于母公司净利润增长	14.75%	32.12%	25.99%	30.37%	27.11%
未分配利润	-133	-50	19	109	223	获利能力					
归属母公司股东权益合计	416	1379	1465	1577	1719	毛利率(%)	76.30%	76.00%	75.40%	74.72%	74.04%
负债和所有者权益	747	1625	1648	1778	1941	净利率(%)	12.26%	13.50%	13.52%	13.80%	14.03%
现金流量表						总资产净利润(%)	9.23%	5.60%	6.96%	8.41%	9.80%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	16.55%	6.60%	7.83%	9.48%	11.06%
经营活动现金流	9	16	19	116	143	偿债能力					
净利润	69	91	115	150	190	资产负债率(%)	44%	15%	11%	11%	11%
折旧摊销	13.82	16.99	10.54	14.80	18.76	流动比率	2.24	7.04	9.82	9.49	9.34
财务费用	2	1	-7	-3	-4	速动比率	2.08	6.82	9.43	9.04	8.84
应收账款减少	-113	-4	-22	-29	-47	营运能力					
预收账款增加	-2	0	0	0	0	总资产周转率	0.98	0.57	0.52	0.63	0.73
投资活动现金流	34	-4	-749	-54	-45	应收账款周转率	2	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.86	13.63	15.45	15.55	15.31
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	5	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.62	0.64	0.83	1.05
筹资活动现金流	116	843	-32	-34	-44	每股净现金流(最新摊薄)	1.18	4.75	-4.23	0.15	0.30
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.08	7.65	8.13	8.75	9.54
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	23	45	0	0	0	P/E	79.01	64.78	63.28	48.54	38.19
资本公积增加	3	827	0	0	0	P/B	13.08	5.26	4.96	4.60	4.22
现金净增加额	160	855	-762	28	54	EV/EBITDA	55.65	55.33	54.46	39.54	30.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	信息安全行业专题报告之二: 中美云安全产业对比研究, 国内云安全公司空间几何?	2020-07-01
行业深度报告	信息安全行业专题报告之一: 从被动防御到主动安全, 需求升级驱动信息安全行业高景气	2020-03-28
行业深度报告	东兴证券信息安全产业洞察: 产业增长强势, 关注全面型厂商	2019-08-13

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师, 博士, 2015 年新财富第二名, 2018 年万得金牌分析师第一, 2019 年加盟东兴证券计算机团队, 组织团队专注研究: 云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域, 奉行产业研究创造价值理念。

研究助理简介

陈晓博

中国人民大学会计硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事计算机行业研究。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526