

疫情影响减弱，营收增速转正

买入|维持

——山石网科(688030)2020 年三季度点评

事件：

公司于 10 月 29 日晚发布《2020 年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入 4.16 亿元，同比增长 0.20%；实现归母净利润-4698.19 万元。

点评：

● 疫情对公司经营的影响逐步减弱，毛利率有望稳步回升

前三季度，受到疫情影响，网安客户群体整体呈现需求递延趋势，部分受影响程度较大的客户群体甚至出现削减预算的情况，对行业及公司的经营活动造成一定影响。第三季度，公司实现营业收入 1.93 亿元，同比增长 3.30%，实现归母净利润 0.13 亿元，同比下降 66.89%。前三季度，公司整体毛利率为 66.48%，同比下降 8.80pct，主要原因是：1) 疫情影响客户需求，为巩固市场竞争力，公司采取了相应的价格竞争战略；2) 为满足客户多元化需求，公司安全集成业务比例有所增长。随着公司营收逐渐多元化，新产品和服务的市场开拓力度逐步加大，毛利率有望稳步回升。

● 公司持续加大市场与研发投入，规模效应有望逐步体现

前三季度，公司销售费用为 1.59 亿元，同比增长 3.58%，销售费用率为 38.23%，同比提升 1.25pct；管理费用为 3071.24 万元，同比下降 6.63%，管理费用率为 7.38%，同比下降 0.55pct；公司持续加大研发投入，研发费用达 1.54 亿元，同比增长 12.94%，研发费用率为 36.95%，同比提升 4.17pct。公司的期间费用率处于较高水平，主要原因是：1) 公司处于快速发展阶段，需要持续加大研发、销售、市场营销等投入；2) 公司在科技含量较高领域的投入变现需要一定时间的积累与磨合。随着公司产品线扩充、营销网络扩建的逐步落地，规模效应有望逐步体现，费用率将逐步回落。

● 产品线逐渐多元化，安全服务业务有望成为公司新的业绩增长点

公司目前主要收入来源为边界安全产品线，包括下一代防火墙与 IDS/IPS 等。随着公司产品线的扩充，边界安全产品占比逐年下降，2016-2019 年收入占比分别为 93.32%、91.39%、90.26%、85.80%；云安全产品线快速增长，2016-2019 年收入占比分别为 1.17%、3.51%、4.23%、5.29%。2020 年 6 月，公司正式发布山石网科安全服务，基于公司稳定的产品品质，为客户提供“贴心、安心、省心”的安全服务，有望成为公司新的业绩增长点。

● 投资建议与盈利预测

随着等保 2.0 等政策的落地，网络信息安全行业迎来高成长周期，公司有望在中长期的发展过程中充分受益。考虑到新冠肺炎疫情的影响，小幅下调公司 2020-2022 年营业收入至 7.95（下调 0.58）、10.15（下调 0.73）、12.63（下调 0.90）亿元，同时小幅下调归母净利润至 1.03（下调 0.12）、1.29（下调 0.18）、1.63（下调 0.24）亿元，EPS 为 0.57、0.71、0.90 元/股。目前计算机（申万）指数的 PE 为 71.9 倍，考虑到公司目前收入体量较小，未来成长空间较大，给予公司 2021 年 70 倍的目标 PE，对应目标价为 49.70 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情疫情影响下游客户的安全投入；等保 2.0 等政策落地低于预期；新产品研发及市场推广低于预期；行业竞争加剧，行业盈利能力下降等。

当前价/目标价：36.73 元/49.70 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：63.43 / 35.6

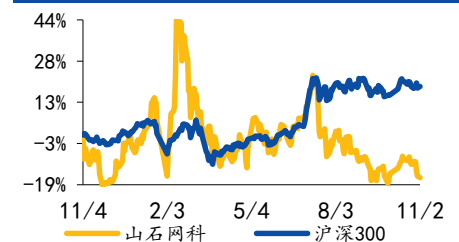
A 股流通股（百万股）：93.62

A 股总股本（百万股）：180.22

流通市值（百万元）：3438.71

总市值（百万元）：6619.61

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-山石网科(688030.SH): 疫情影响有限，多元产品格局形成》2020.08.27

《国元证券公司研究-山石网科(688030.SH): 2019 年稳健增长，行业高景气无忧》2020.04.23

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	562.28	674.57	794.95	1014.83	1263.20
收入同比(%)	21.43	19.97	17.85	27.66	24.47
归母净利润(百万元)	68.91	91.05	102.94	128.64	162.80
归母净利润同比(%)	14.75	32.12	13.06	24.97	26.56
ROE(%)	16.55	6.60	7.02	8.05	9.24
每股收益(元)	0.38	0.51	0.57	0.71	0.90
市盈率(P/E)	96.06	72.71	64.31	51.46	40.66

资料来源：Wind，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	700.48	1570.67	1693.05	1853.88	2046.25
现金	221.30	1075.17	1103.03	1118.63	1151.47
应收账款	318.33	322.09	391.50	498.70	618.08
其他应收款	77.51	3.13	3.74	4.87	6.19
预付账款	2.54	6.60	7.50	9.36	11.40
存货	50.41	48.87	59.30	75.72	95.20
其他流动资产	30.39	114.81	127.99	146.60	163.92
非流动资产	46.29	54.26	58.93	69.18	71.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	33.71	39.30	45.45	52.15	51.33
无形资产	5.21	5.38	7.15	10.20	13.75
其他非流动资产	7.37	9.58	6.33	6.82	6.90
资产总计	746.77	1624.93	1751.98	1923.06	2118.23
流动负债	312.92	223.05	265.46	303.76	335.43
短期借款	20.00	10.00	10.00	10.00	10.00
应付账款	50.04	48.92	66.24	82.75	100.25
其他流动负债	242.88	164.13	189.22	211.02	225.18
非流动负债	17.52	22.94	19.21	20.34	21.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	17.52	22.94	19.21	20.34	21.57
负债合计	330.44	246.00	284.67	324.10	357.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	135.17	180.22	180.22	180.22	180.22
资本公积	395.87	1222.45	1222.45	1222.45	1222.45
留存收益	-123.41	-32.37	60.48	189.12	351.91
归属母公司股东权益	416.34	1378.93	1467.31	1598.95	1761.24
负债和股东权益	746.77	1624.93	1751.98	1923.06	2118.23

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9.18	15.80	63.36	49.21	62.04
净利润	68.91	91.05	102.94	128.64	162.80
折旧摊销	13.82	16.99	22.88	36.69	35.83
财务费用	2.46	1.30	-4.90	-5.01	-5.13
投资损失	-0.67	-4.95	-4.72	-4.65	-4.59
营运资金变动	-88.17	-110.02	-45.76	-111.31	-132.86
其他经营现金流	12.82	21.44	-7.08	4.84	5.99
投资活动现金流	34.22	-3.68	-25.85	-41.62	-33.81
资本支出	14.45	8.99	27.14	41.28	32.86
长期投资	-48.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.67	5.31	1.29	-0.34	-0.95
筹资活动现金流	116.14	843.14	-9.66	8.01	4.61
短期借款	20.00	-10.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	22.60	45.06	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3.03	826.58	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	70.51	-18.50	-9.66	8.01	4.61
现金净增加额	158.07	853.35	27.85	15.60	32.84

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	562.28	674.57	794.95	1014.83	1263.20
营业成本	133.25	161.92	193.34	245.68	304.06
营业税金及附加	6.35	8.27	9.70	12.28	15.16
营业费用	179.97	217.94	255.58	325.15	404.48
管理费用	39.23	49.64	58.27	74.18	92.09
研发费用	156.46	186.75	230.69	279.07	327.51
财务费用	2.46	1.30	-4.90	-5.01	-5.13
资产减值损失	-7.74	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.67	4.95	4.72	4.65	4.59
营业利润	79.01	94.73	107.05	133.67	168.94
营业外收入	0.26	0.26	0.28	0.30	0.41
营业外支出	0.48	0.46	0.48	0.50	0.54
利润总额	78.79	94.53	106.85	133.47	168.81
所得税	9.88	3.49	3.91	4.83	6.01
净利润	68.91	91.05	102.94	128.64	162.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	68.91	91.05	102.94	128.64	162.80
EBITDA	95.30	113.03	125.03	165.35	199.64
EPS (元)	0.51	0.51	0.57	0.71	0.90

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.43	19.97	17.85	27.66	24.47
营业利润(%)	28.40	19.90	13.00	24.87	26.38
归属母公司净利润(%)	14.75	32.12	13.06	24.97	26.56
获利能力					
毛利率(%)	76.30	76.00	75.68	75.79	75.93
净利率(%)	12.26	13.50	12.95	12.68	12.89
ROE(%)	16.55	6.60	7.02	8.05	9.24
ROIC(%)	33.84	30.29	26.70	25.64	25.79
偿债能力					
资产负债率(%)	44.25	15.14	16.25	16.85	16.85
净负债比率(%)	6.05	4.07	3.51	3.09	2.80
流动比率	2.24	7.04	6.38	6.10	6.10
速动比率	2.08	6.82	6.15	5.85	5.82
营运能力					
总资产周转率	0.98	0.57	0.47	0.55	0.63
应收账款周转率	2.04	1.95	2.07	2.16	2.14
应付账款周转率	3.28	3.27	3.36	3.30	3.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.51	0.57	0.71	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.09	0.35	0.27	0.34
每股净资产(最新摊薄)	2.31	7.65	8.14	8.87	9.77
估值比率					
P/E	96.06	72.71	64.31	51.46	40.66
P/B	15.90	4.80	4.51	4.14	3.76
EV/EBITDA	58.29	49.14	44.42	33.59	27.82

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188