

**证券研究报告—动态报告**

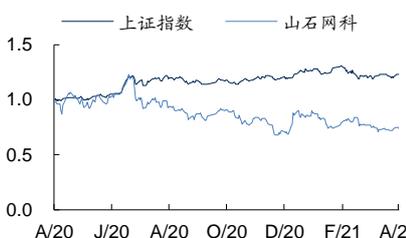
信息技术

软件与服务

**山石网科(688030)**
**买入**
**2020 年报和一季报点评**

(维持评级)

2021 年 04 月 22 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	180/94
总市值/流通(百万元)	5,893/3,061
上证综指/深圳成指	3,473/14,151
12 个月最高/最低(元)	55.18/29.11

**相关研究报告:**

《山石网科-688030-重大事件快评: 360 增持股份至 10%, 资源互补值得期待》——2020-12-30  
 《山石网科-688030-2020 三季报点评: 三季度持续恢复, 高研发投入期待厚积薄发》——2020-10-31  
 《山石网科-688030-2020 中报点评: 二季度营收恢复增长, 新产品和服务持续发布》——2020-08-29  
 《山石网科-688030-2019 年报和 2020 一季报点评: 产品线扩张初见成效, 国产化产品和渠道市场值得期待》——2020-04-23  
 《山石网科-688030-深度报告: 技术创新引领行业, 产品和行业加速拓展》——2020-02-13

**证券分析师: 熊莉**

 E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

**证券分析师: 库宏焱**

 电话: 021-60875168  
 E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 研发持续高强度投入, 新硬件平台有望成为转折点

**● 2020 年业绩下滑, 21Q1 恢复常态**

公司 2020 年收入 7.25 亿元 (+7.53%), 归母净利润为 0.6 亿元 (-33.64%), 扣非归母净利润为 0.38 亿元 (-48.50%)。2021Q1 公司收入 0.95 亿元 (+63.52%), 相对 19Q1 收入增长为 28.38%, 归母净利润为-0.84 亿元(-20.29%), 扣非归母净利润为-0.85 亿元(-20.52%)。2020 年受疫情影响业绩下滑较大, 21Q1 已经取得了较大的恢复。

**● 研发投入持续加强, 多品类扩张顺利**

公司毛利率下降主要是新增了集成业务, 收入达到 0.55 亿元。费用率方面, 销售费用率为 30.63% (-1.68 pct), 管理费用率为 5.71% (-1.65%), 研发费用率为 29.26% (+1.58 pct); 研发上依然高强度投入。基于此, 公司多产品扩张也取得了成效, 边界安全收入 5.35 亿元 (-7.49%), 云安全收入为 0.46 亿元 (+29.42%), 其他自有安全产品收入为 0.83 亿元 (+52.28%), 主要包括公司数据安全、应用交付、WAF、安全服务等, 其中 WAF 也入围中移动 2020-2022 WAF 集采。

**● 新硬件平台大幅提升性价比, 高投入后 2021 年有望成为转折点**

公司是为数不多具备硬件研发能力的安全厂商, 自研新一代防火墙硬件平台, 并在此基础上发布下一代防火墙 A 系列防火墙产品和 B 系列渠道产品; 与之前相比, 大幅提升产品性价比。例如高性能数据中心安全防护平台 X8180, 是业界每 U 吞吐能力领先的机框式防火墙。渠道方面, 公司成立渠道战略部和渠道平台部, 渠道部员工人数从 2019 年末的 48 人增加到 2020 年末的 108 人; 渠道代理商数量达到 1379 家, 同比增长 837 家。公司对渠道重视程度空前, 叠加高性价比产品迭代后, 渠道自主产单能力有望突破。公司近年来持续扩展产品线, 在 2020 年开拓了安全服务业务, 不断向解决方案综合厂商突破。

**● 风险提示: 等保 2.0 等政策不及预期; 行业竞争加剧; 疫情影响加剧。**
**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

预测 2020-2022 年收入为 9.73/12.55/15.86 亿元, 年增速分别为 34%/29%/26%, 摊薄 EPS=0.51/0.70/0.95 元。维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	675	725	973	1,255	1,586
(+/-%)	20.0%	7.5%	34.1%	29.0%	26.4%
净利润(百万元)	91	60	92	126	171
(+/-%)	32.1%	-33.8%	52.1%	37.1%	36.4%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.33	0.51	0.70	0.95
EBIT Margin	35.1%	32.0%	5.6%	6.8%	8.0%
净资产收益率(ROE)	6.6%	4.2%	6.1%	7.8%	9.8%
市盈率(PE)	64.7	97.8	64.3	46.9	34.4
EV/EBITDA	18.5	24.6	105.2	71.0	50.2
市净率(PB)	4.3	4.13	3.92	3.67	3.37

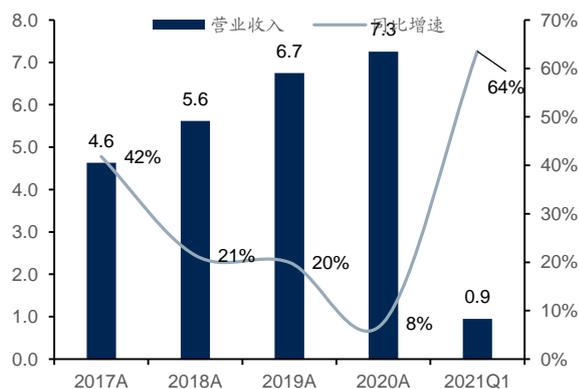
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**2020 年业绩下滑，一季度迅速恢复。**2020 年收入 7.25 亿元 (+7.53%)，归母净利润为 0.6 亿元 (-33.64%)，扣非归母净利润为 0.38 亿元 (-48.50%)。2021Q1 公司收入 0.95 亿元 (+63.52%)，相对 19Q1 收入增长为 28.38%，归母净利润为 -0.84 亿元 (-20.29%)，扣非归母净利润为 -0.85 亿元 (-20.52%)。在较高的研发和市场投入下，2020 年受疫情影响业绩下滑较大；21Q1 已经取得了较大的恢复。

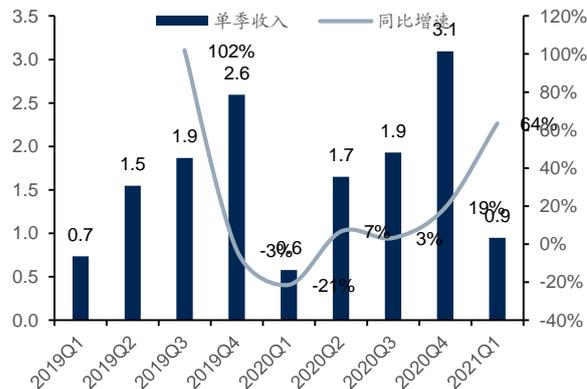
**逆境下依然坚持高投入，渠道和新硬件平台有望成为转折。**公司目前客户已经突破 2 万家，且保持着高端客户群；防火墙已经接近 Gartner 前瞻性象限，连续两年荣获 Gartner 网络防火墙“客户之选”称号。公司在技术上依然保持行业领先，新产品也不断入围国际视野。公司从前以单产品线为主，高端市场应用较多，近年来持续扩大产品线，为解决方案的完善做铺垫。2021 年初公司采用新硬件平台，大幅提升产品性价比；例如高性能数据中心安全防护平台 X8180，高度仅 3U，整机吞吐量却高达 450Gbps，是业界每 U 吞吐能力领先的机框式防火墙。叠加 2020 年公司大力投入安全服务和渠道，公司有望注入新的增长动力。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



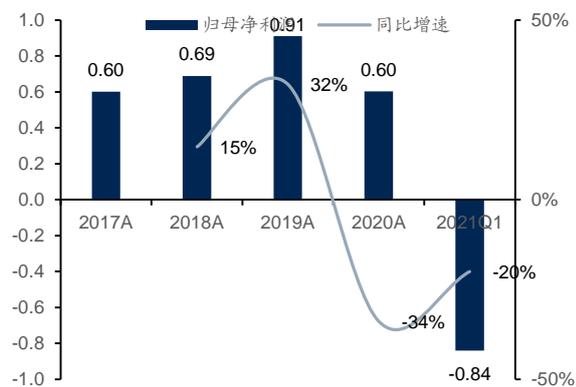
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

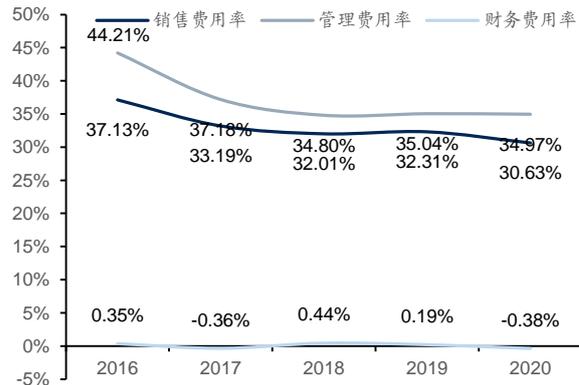
**集成业务导致毛利率下降，研发持续高投入。**公司 2020 年新增集成业务，收入达到 0.55 亿元，导致整体毛利率下降。一季度毛利率较低，主要是部分生产成本各季度均摊，导致一季度毛利率较低；后续会逐步回升至正常水平。费用率方面，销售和管理费用持续下降，研发费用持续增长，仍然保持极高投入。

图 5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

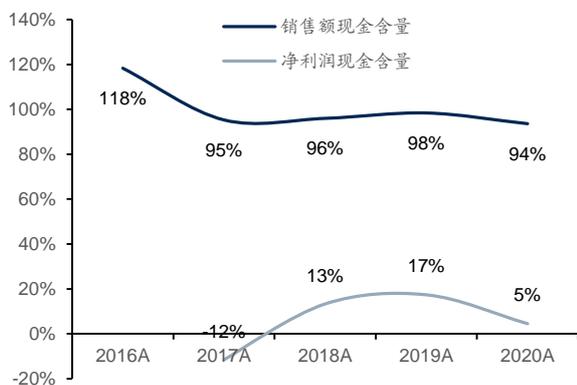
图 6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

现金流整体表现依然较差, 主要是公司当前仍处于业务拓展高投入期。应收账款周转天数有所下降, 存货周转天数略有提升。

图 7: 公司经营现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 维持“买入”评级。**考虑到公司在 2020 年是高投入期, 产品布局和渠道建设, 以及新产品迭代有望开始收获, 预测 2020-2022 年收入为 9.73/12.55/15.86 亿元, 年增速分别为 34%/29%/26%, 摊薄 EPS=0.51/0.70/0.95 元。维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210421	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级		
				20A	21E	22E	23E	20A	21E				22E	
688030	山石网科	32.70	58.93	0.3	0.5	0.7	1.0	99.1	64.1	46.7	34.4	4.2	1.23	买入
002439	启明星辰	33.99	317.33	0.9	1.1	1.4	1.8	37.8	30.1	23.9	19.1	13.4	0.97	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2022E		2020	2021E	2022E	2022E
现金及现金等价物	801	1000	1000	1000	营业收入	725	973	1255	1586
应收款项	478	613	791	999	营业成本	224	297	381	479
存货净额	97	131	168	212	营业税金及附加	6	7	10	12
其他流动资产	98	43	55	70	销售费用	222	282	358	444
<b>流动资产合计</b>	<b>1494</b>	<b>1806</b>	<b>2034</b>	<b>2301</b>	管理费用	41	331	421	524
固定资产	52	49	43	35	财务费用	(3)	(9)	(6)	(5)
无形资产及其他	12	12	13	13	投资收益	17	0	0	0
投资性房地产	227	227	227	227	资产减值及公允价值变动	9	(8)	(10)	(12)
长期股权投资	10	19	29	39	其他收入	(210)	40	50	60
<b>资产总计</b>	<b>1794</b>	<b>2113</b>	<b>2345</b>	<b>2614</b>	营业利润	51	96	132	180
短期借款及交易性金融负债	0	193	213	215	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	192	98	126	159	<b>利润总额</b>	<b>50</b>	<b>96</b>	<b>132</b>	<b>180</b>
其他流动负债	160	310	395	493	所得税费用	(10)	5	7	9
<b>流动负债合计</b>	<b>351</b>	<b>600</b>	<b>734</b>	<b>867</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>60</b>	<b>92</b>	<b>126</b>	<b>171</b>
其他长期负债	17	11	5	(0)					
<b>长期负债合计</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>(0)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>369</b>	<b>612</b>	<b>740</b>	<b>867</b>	净利润	60	92	126	171
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	资产减值准备	(5)	(1)	(1)	(1)
股东权益	1425	1501	1606	1748	折旧摊销	23	7	7	8
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1794</b>	<b>2113</b>	<b>2345</b>	<b>2614</b>	公允价值变动损失	(9)	8	10	12
					财务费用	(3)	(9)	(6)	(5)
					营运资本变动	(267)	(64)	(121)	(143)
					其它	5	1	1	1
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(193)</b>	<b>43</b>	<b>21</b>	<b>48</b>
					资本开支	(39)	(11)	(11)	(11)
					其它投资现金流	(20)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(68)</b>	<b>(21)</b>	<b>(21)</b>	<b>(21)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(10)	(16)	(21)	(29)
					其它融资现金流	7	193	21	1
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(13)</b>	<b>177</b>	<b>(1)</b>	<b>(28)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(274)</b>	<b>199</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>
					货币资金的期初余额	1075	801	1000	1000
					货币资金的期末余额	801	1000	1000	1000
					企业自由现金流	(2)	(16)	(43)	(26)
					权益自由现金流	5	186	(17)	(19)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本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。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032