

山石网科 (688030.SH)

神州数码入股协同可期，芯片布局助力市场突破

买入

核心观点

22 年宏观环境对公司影响较大。公司发布 2022 年报，全年实现收入 8.12 亿元（-20.97%），归母净利润-1.83 亿元，扣非归母净利润-2.06 亿元，下滑较大。尤其是四季度出现项目实施交付以及签收验收方面影响较大的问题，导致公司四季度收入和全年下滑较大。公司 23Q1 收入 1.45 亿元（-0.1%），归母净利润-0.87 亿元（-21.97%），扣非归母净利润-0.92 亿元（-21.51%）。随着宏观环境逐步复苏，23Q1 公司营销活动和订单获取开展良好，在 22Q1 高基数下同环比持平。

转型期阵痛，费用保持高投入。公司持续推动“三维互锁”机制改革，通过“行业拓展+区域与渠道+产品业务”三个维度的支撑，提升公司资源整合效率。目前公司在金融、能源等行业已经取得了标杆案例。但整体上受宏观环境影响，公司 22 年人员增长 16.43%，人效还未充分发挥，费用保持了较高水平：销售、管理、研发费用率分别为 46.19%（+12.61 pct）、7.59%（+1.00 pct）、41.81%（+12.67 pct）。但公司也加大费用管控，三费增速有所下滑，23Q1 延续下滑趋势。分产品看，边界安全收入 6.05 亿元（-20.03%）；云安全收入 0.49 亿元（-4.72%）；其他安全收入 1.34 亿元（-35.71%）。

神州数码成为第一大股东，双方协同将弥补公司短板。公司第一大股东拟发生变更，原第一大股东 Alpha Achieve 退出，神州数码全资子公司神州云科将持股 11.95%，成为公司第一大股东。同时，神州数码还向公司派驻 2 名董事及高管，其中叶海强先生任神州数码生态合作顾问，目前担任山石网科董事及副总经理。神州数码作为国内 IT 设备渠道龙头，叠加管理能力的输出，有望帮助公司在渠道、市场、管理等多维度提升。根据公司披露，预期 2023 年和神州数码关联交易达到 3 亿元，22 年实际发生额为 1.09 亿。

加强硬件创新，ASIC 芯片将提升产品竞争力。22 年中旬，公司发布了搭载 FPGA 芯片技术的防火墙产品，该产品通过安全芯片硬件加速技术，在 1U 的盒子上实现了近 200Gbps 的小包处理性能，陆续投放市场获得客户认可。在 FPGA 经过市场验证后，公司预计在 23 年四季度进行 ASIC 芯片的流片，成功后 24 年有望推出基于 ASIC 芯片产品。ASIC 芯片将进一步提升公司信创产品能力，大幅提升产品性价比，驱动公司新成长。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；芯片进展不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 11.03/14.58/18.67 亿元，增速分别为 36%/32%/28%，归母净利润为 0.40/1.34/2.43 亿元，对应当前 PE 为 100/30/16 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,027	812	1,103	1,458	1,867
(+/-%)	41.6%	-21.0%	35.8%	32.2%	28.1%
净利润(百万元)	76	-183	40	134	243
(+/-%)	25.4%	-341.6%	-121.9%	235.4%	81.5%
每股收益(元)	0.42	-1.01	0.22	0.74	1.35
EBIT Margin	3.1%	-28.1%	0.0%	6.6%	10.9%
净资产收益率(ROE)	5.0%	-13.8%	2.9%	9.0%	14.0%
市盈率(PE)	52.7	-21.8	99.7	29.7	16.4
EV/EBITDA	67.0	-25.9	170.6	42.6	24.1
市净率(PB)	2.64	3.02	2.93	2.67	2.29

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

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

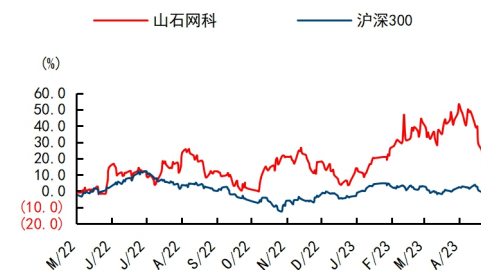
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	22.10 元
总市值/流通市值	3983/3983 百万元
52 周最高价/最低价	29.69/17.71 元
近 3 个月日均成交额	69.78 百万元

市场走势



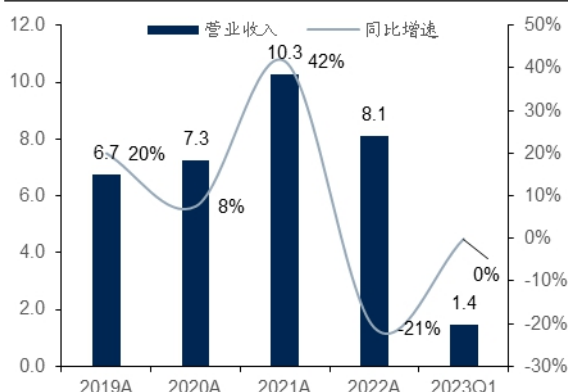
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《山石网科(688030.SH)——2022 中报点评-上半年收入增速达 30%，毛利率持续提升》——2022-08-30
- 《山石网科(688030.SH)——21 年奠定业绩反转，22 年一季度收入增速超 50%》——2022-04-28
- 《山石网科-688030-2021 业绩快报点评：全年保持高增长，内部改革已见成效》——2022-02-23
- 《山石网科-688030-2021 三季报点评：三季度增速大幅反弹，产品和渠道持续升级》——2021-11-01
- 《山石网科-688030-2021 中报点评：营收稳定增长，新机制逐步显现》——2021-09-03

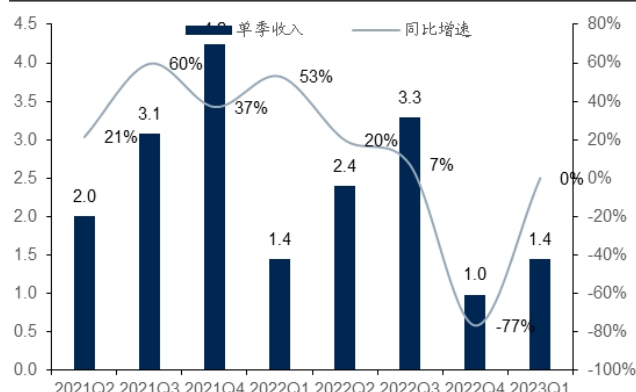
公司发布 2022 年报，全年实现收入 8.12 亿元（-20.97%），归母净利润-1.83 亿元，扣非归母净利润-2.06 亿元，下滑较大。尤其是四季度出现项目实施交付以及签收验收方面影响较大的问题，导致公司四季度收入和全年下滑较大。公司 23Q1 收入 1.45 亿元（-0.1%），归母净利润-0.87 亿元（-21.97%），扣非归母净利润-0.92 亿元（-21.51%）。随着宏观环境逐步复苏，23Q1 公司营销活动和订单获取开展良好，在 22Q1 高基数下同比持平。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



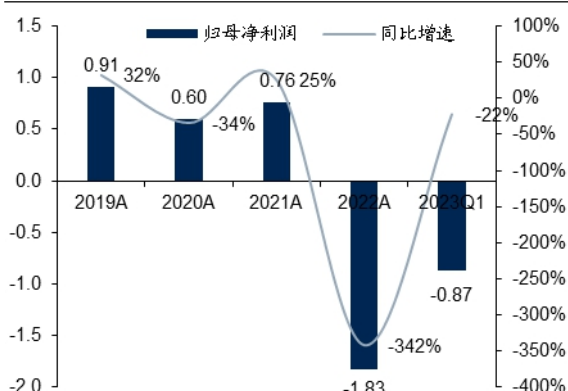
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



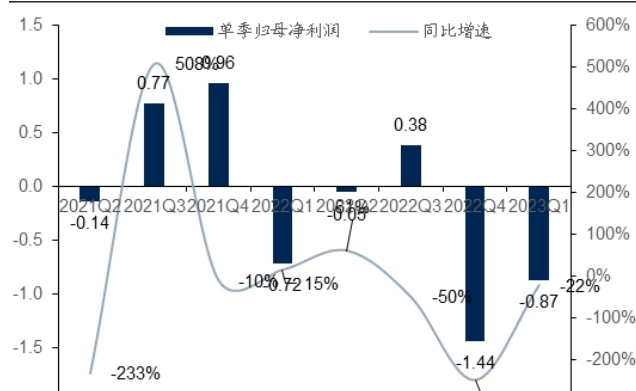
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

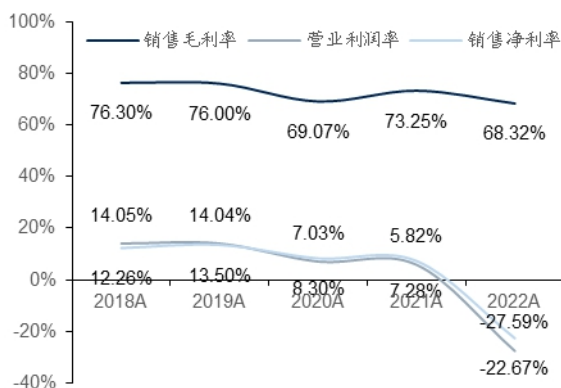
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

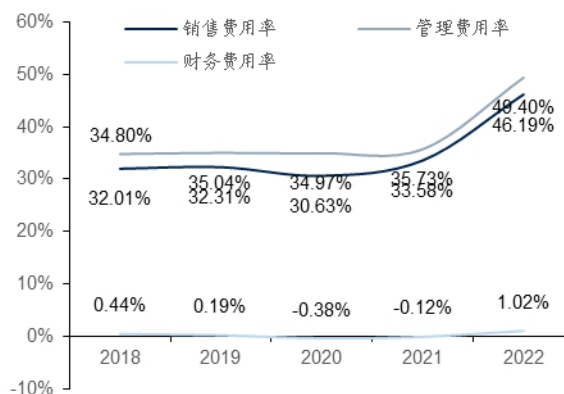
毛利率有所下降，收入下降导致费用升高。公司 22 年毛利率为 68.32%，同比下降近 5 个百分点，主要是相关固定成本和外包服务成本增加，对公司毛利率有所影响。随着公司产品持续升级，尤其是自研芯片的推出，公司毛利率有望回升。费用整体上受宏观环境影响，收入下降导致费用率进一步提升。公司 22 年人员增长 16.43%，人效还未充分发挥，费用保持了较高水平：销售、管理、研发费用率分别为 46.19%（+12.61 pct）、7.59%（+1.00 pct）、41.81%（+12.67 pct）。

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

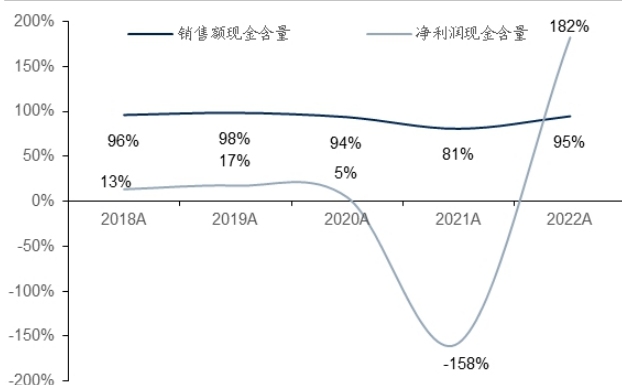
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

宏观环境对运营指标均造成影响。公司22年销售商品收到现金7.68亿元，经营活动现金净流量-3.32亿元，均有下滑。23Q1公司持续加强回款管理，经营性活动现金流入同比实现较大改善。公司应收周转天数、存货周转天数均有上升。

图7: 公司经营性现金流情况



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。预计2023-2025年营业收入11.03/14.58/18.67亿元，增速分别为36%/32%/28%，归母净利润为0.40/1.34/2.43亿元，对应当前PE为100/30/16倍，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	470	525	600	700	800	营业收入	1027	812	1103	1458	1867
应收款项	749	753	936	1158	1432	营业成本	275	257	309	393	502
存货净额	133	139	167	206	254	营业税金及附加	9	7	9	12	15
其他流动资产	93	227	308	407	522	销售费用	345	375	364	452	560
流动资产合计	1555	1644	2011	2472	3008	管理费用	68	62	68	82	101
固定资产	249	258	232	205	178	研发费用	299	339	353	423	485
无形资产及其他	42	48	47	46	45	财务费用	(1)	8	10	18	23
投资性房地产	89	159	159	159	159	投资收益	5	4	5	5	5
长期股权投资	8	8	7	7	6	资产减值及公允价值变动	11	19	(10)	(10)	(10)
资产总计	1944	2116	2456	2888	3395	其他收入	(289)	(350)	(298)	(361)	(415)
短期借款及交易性金融负债	18	159	401	589	708	营业利润	60	(224)	40	135	245
应付款项	161	161	208	270	350	营业外净收支	(0)	(2)	0	0	0
其他流动负债	219	198	217	274	346	利润总额	59	(226)	40	135	245
流动负债合计	398	518	826	1133	1404	所得税费用	(16)	(42)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	247	247	247	247	少数股东损益	(1)	(1)	0	1	2
其他长期负债	39	30	21	12	3	归属于母公司净利润	76	(183)	40	134	243
长期负债合计	39	277	268	259	250	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	437	795	1095	1392	1654	净利润	76	(183)	40	134	243
少数股东权益	(1)	2	3	4	5	资产减值准备	2	4	(1)	(2)	(2)
股东权益	1507	1318	1358	1492	1736	折旧摊销	34	43	30	30	31
负债和股东权益总计	1944	2116	2456	2888	3395	公允价值变动损失	(11)	(19)	10	10	10
						财务费用	(1)	8	10	18	23
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(112)	(240)	(237)	(252)	(294)
每股收益	0.42	(1.01)	0.22	0.74	1.35	其它	(2)	(6)	2	3	3
每股红利	0.10	0.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(14)	(400)	(157)	(77)	(9)
每股净资产	8.36	7.31	7.54	8.28	9.63	资本开支	0	(72)	(11)	(11)	(11)
ROIC	3.17%	-12.13%	-1%	4%	7%	其它投资现金流	(91)	111	0	0	0
ROE	5.01%	-13.84%	3%	9%	14%	投资活动现金流	(89)	40	(11)	(11)	(11)
毛利率	73%	68%	72%	73%	73%	权益性融资	(0)	8	0	0	0
EBIT Margin	3%	-28%	0%	7%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	-23%	3%	9%	13%	支付股利、利息	(18)	(23)	0	0	0
收入增长	42%	-21%	36%	32%	28%	其它融资现金流	(191)	454	242	187	119
净利润增长率	25%	-342%	-122%	235%	82%	融资活动现金流	(228)	416	242	187	119
资产负债率	22%	38%	45%	48%	49%	现金净变动	(331)	56	75	100	100
股息率	0.5%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	801	470	525	600	700
P/E	52.7	(21.8)	99.7	29.7	16.4	货币资金的期末余额	470	525	600	700	800
P/B	2.6	3.0	2.9	2.7	2.3	企业自由现金流	0	(454)	(218)	(137)	(72)
EV/EBITDA	67.0	(25.9)	170.6	42.6	24.1	权益自由现金流	0	(0)	14	32	24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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