

网安技术创新厂商，多元发展促增长 买入（首次）

2023年10月08日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.33
一年最低/最高价	17.77/29.69
市净率(倍)	2.93
流通 A 股市值(百万元)	3,483.82
总市值(百万元)	3,483.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.60
资产负债率(% ,LF)	36.54
总股本(百万股)	180.23
流通 A 股(百万股)	180.23

相关研究

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	812	1,053	1,396	1,840
同比	-21%	30%	32%	32%
归属母公司净利润(百万元)	-183	17	99	209
同比	-342%	109%	473%	112%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	-1.01	0.10	0.55	1.16
P/E(现价&最新股本摊薄)	-	202.16	35.29	16.66

关键词: #新需求、新政策

投资要点

- **中国网络安全行业的技术创新领导厂商:** 公司自 2007 年成立以来一直专注于网络安全领域前沿技术的创新, 围绕“可持续安全 2.0”梳理了四大业务方向, 即以安全连接、安全计算、安全数据、安全运营为导向, 目前已涵盖边界安全、云安全、内网安全、数据安全、业务安全、智能安全运营、安全服务、安全运维在内的 8 大类产品和服务, 并已形成数十种行业和场景的解决方案。
- **深耕防火墙赛道, 持续自研创新:** 2017 年以来网络安全政策和法规密集发布, 法律法规提高政府、企业在网络安全方面的投入, 合规需求和攻防需也带动整个行业进入新的成长阶段。其中, 防火墙是规模最大单一子市场, 同时云安全、数据安全等新兴安全领域正快速发展。公司自创建以来就深耕防火墙领域, 从盒式的 A/B/C/E 系列到框式 X 系列等产品族以及基于国产芯片下一代防火墙 K 系列产品, 性能从 G 级到 T 级, 具备一体化综合安全防护能力, 广泛适用于企业网络、互联网出口、VPN 接入、公/私有云等多种网络应用场景。公司持续自研硬件创新战略, 在信创和自研安全芯片方向上积极投入, 保持市场领先优势。Gartner 发布的 2023 Gartner® Peer Insights™ “Voice of the Customer” 报告显示, 山石网科再次获得网络防火墙“客户之选”称号, 是全球仅有的两家、国内唯一一家连续四年获此称号的厂商。
- **立足自身优势, 持续扩张能力边界:** 近几年公司持续丰富与扩充产品线, 在边界安全产品的基础上, 实现从边界安全向云安全等方向延伸, 从单一的产品销售到解决方案销售及安全服务等多模式发展。目前, 公司已经基本形成多元产品格局, 其中云安全、应用安全、数据安全、安全服务等都将是未来公司持续加大投入的发展方向。
- **探索“科技+生态”创新战略模式, 推动公司发展:** 公司积极探索‘科技+生态’创新战略模式。新模式下, 公司通过加强外部合作, 发挥山石网科强产品、强研发、强技术的科技实力, 优化销售体系的考核政策和激励方式, 充分调动渠道与山石网科合作的积极性和互利性, 有望实现公司业绩规模和盈利能力的提升。
- **盈利预测与投资评级:** 公司是网络安全行业的技术创新领导厂商, 我们预计 2023-2025 年营收为 10.53/13.96/18.40 亿元, 归母净利润分别为 0.17/0.99/2.09 亿, 对应 PE 分别为 202/35/17 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进不及预期, 产品研发不及预期, 市场竞争加剧风险。

内容目录

1. 深耕网络安全领域，完备安全服务产品体系	4
1.1. 深耕网络安全领域，具有完备安全服务产品体系	4
1.2. 股权结构分散，暂无实控人.....	4
1.3. 财务分析.....	5
2. 多因素驱动网安行业景气度提升	7
3. 立足根本性优势，持续打造领先技术与优势产品	9
3.1. 深耕防火墙赛道，具备技术领先性.....	9
3.2. 多元化发展，持续扩张能力边界.....	11
3.3. 打造“科技+生态”发展模式，推动公司发展.....	14
4. 盈利预测与估值	15
4.1. 盈利预测.....	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1: 公司主要业务及产品.....	4
图 2: 公司股权结构（截至 2022 年中报）.....	5
图 3: 2018-2023H1 营业收入（亿元）.....	5
图 4: 图 3: 2018-2023H1 归母净利润（亿元）.....	5
图 5: 2022 年产品收入结构.....	6
图 6: 各安全厂商综合毛利率对比.....	6
图 7: 公司主要业务毛利率.....	6
图 8: 2018-2022 年公司三大费用率情况.....	7
图 9: 公司研发费用及增速.....	7
图 10: 网络安全立法体系建设进程.....	8
图 11: 中国网络安全市场支出预测，2022-2026 年.....	9
图 12: 公司 A 系列智能下一代防火墙.....	10
图 13: 山石网科云计算安全解决方案.....	11
图 14: 山石网科数据安全治理方案.....	12
图 15: 应用安全解决方案.....	13
图 16: 山石网科安全服务解决方案.....	14
表 1: 公司所获奖项和荣耀.....	10
表 2: 公司收入拆分及预测（单位：亿元）.....	15
表 3: 可比公司估值（2023/10/7）.....	16

1. 深耕网络安全领域，完备安全服务产品体系

1.1. 深耕网络安全领域，具有完备安全服务产品体系

中国网络安全行业的技术创新领导厂商。公司成立于 2007 年，成立以来一直专注于网络安全领域前沿技术的创新，公司主营业务聚焦网络安全领域，围绕“可持续安全 2.0”梳理了四大业务方向，即以安全连接、安全计算、安全数据、安全运营为导向，目前已涵盖边界安全、云安全、内网安全、数据安全、业务安全、智能安全运营、安全服务、安全运维在内的 8 大类产品和服务，并已形成数十余种行业和场景的解决方案。

图1：公司主要业务及产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

边界安全：主要包括智能下一代防火墙、数据中心防火墙、入侵检测和防御系统等产品。

云安全领域：公司云安全解决方案可以覆盖私有云、公有云、多云、混合云等不同场景，并支持物理服务器、虚拟机、容器等工作负载，保障用户的业务在云计算环境中的安全。

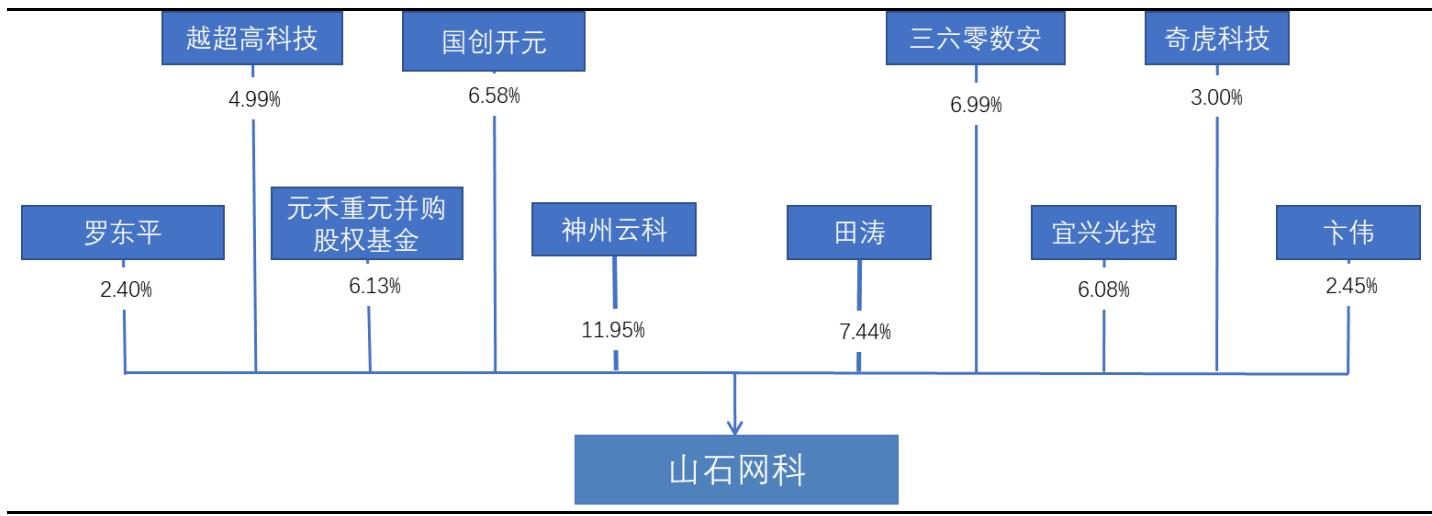
其他安全领域：主要包括安全运营、内网安全、数据安全、应用安全、安全服务、综合实训平台、工业互联网安全。

1.2. 股权结构分散，暂无实控人

公司股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人。截至 2023 年 6 月 30 日，公司持股 5%以上的股东包括神州云科（持股比例 11.95%）、田涛（持股比例 7.44%）、国创开元（持股比例 6.58%）、苏州元禾（持股比例 6.13%）、宜兴光控（持股比例 6.08%）和三六零数字安全（持股比例 6.99%）及其一致行动人奇虎科技（持股比例 3.00%）。目前，公司暂无控股股东和实际控制人。

引入神州云科为第一大股东，深化战略协同。2023年2月26日，公司完成了第一大股东变更，引入具备业务协同效应的第一大股东神州云科，并与其控股股东神州数码集团初步进行了业务的全方位沟通。双方将在原有合作业务的基础上，拓宽合作范围、深化合作力度，并将神州数码精细化的运营管理经验向山石网科传递。

图2：公司股权结构（截至2022年中报）



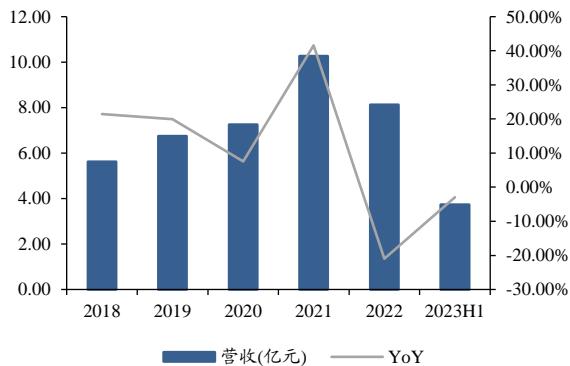
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 财务分析

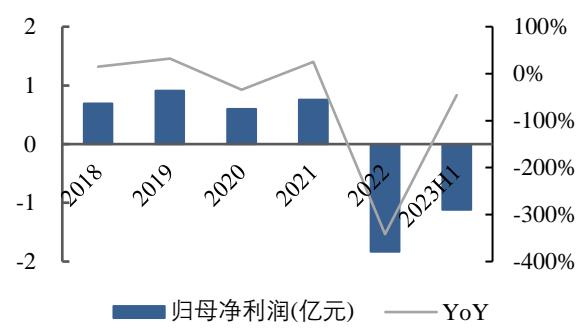
组织架构调整期，业绩短期略有波动。2019年-2022年，公司实现营收6.75、7.25、10.27、10.27和8.12亿元，同比增长19.97%、7.53%、41.57%和-20.97%；实现归母净利润0.91、0.60、0.76和-1.83亿元，同比增长19.97%、7.53%、41.57%和-20.97%。2022年公司业绩下滑主要是受经济增速下行、宏观环境造成部分下游客户需求缩减与部分项目实施交付延后等影响。2023年H1，公司实现营收3.73亿元，同比下降2.94%，实现归母净利润-1.12亿元，同比减少45.89%。2023年上半年公司工作重点为围绕提升人均效率进行内部组织架构的调整及优化，利润亏损同比扩大主要是收入降低及主营业务毛利率降低影响。

图3：2018-2023H1 营业收入（亿元）

图4：图3：2018-2023H1 归母净利润（亿元）



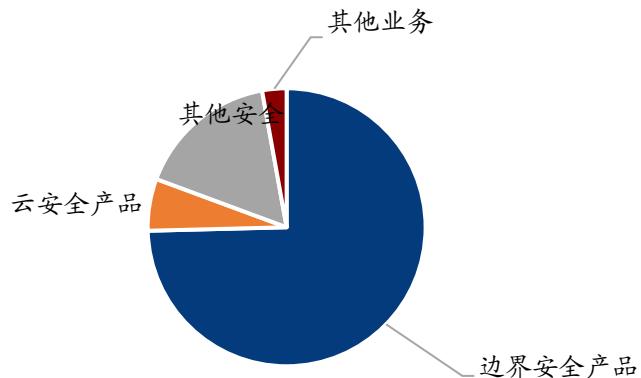
数据来源：Wind, 东吴证券研究所



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

收入以边界安全业务为主。2022年，公司边界安全业务收入6.05亿元，同比减少20.03%，占公司营业收入比重74.57%，为公司主要收入来源；公司云安全业务收入为0.49亿元，同比减少4.72%，占公司主营业务收入比重6.08%；公司其他安全业务收入为1.34亿元，同比减少35.71%，占公司主营业务收入16.56%。

图5：2022年产品收入结构

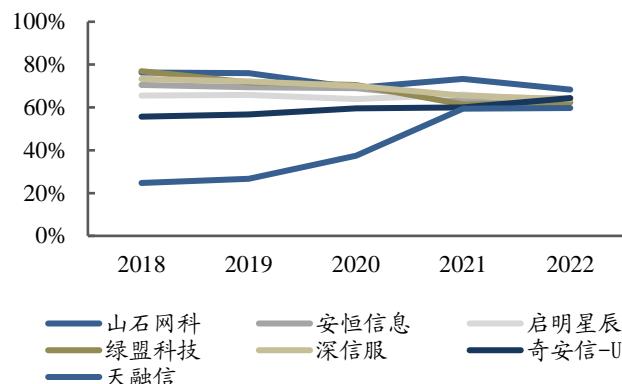


数据来源：东吴证券研究所

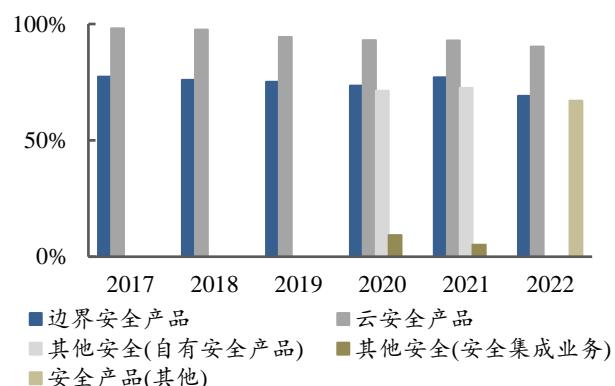
公司综合毛利率较高。2019年-2022年，公司综合毛利率分别为76%、60%、73%、68%，与同行可比公司较高。2022年，公司边界安全产品毛利率为69.12%，云安全产品毛利率为90.30%，其他安全产品毛利率为67.04%。

图6：各安全厂商综合毛利率对比

图7：公司主要业务毛利率



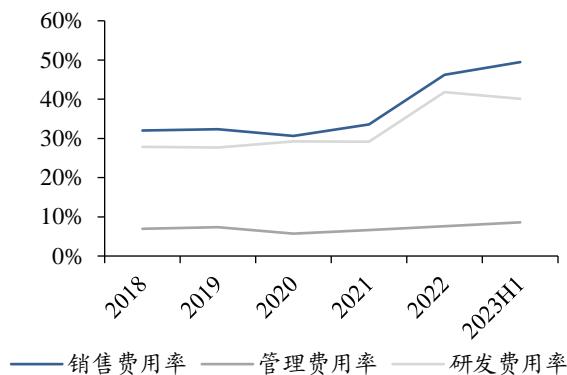
数据来源：东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

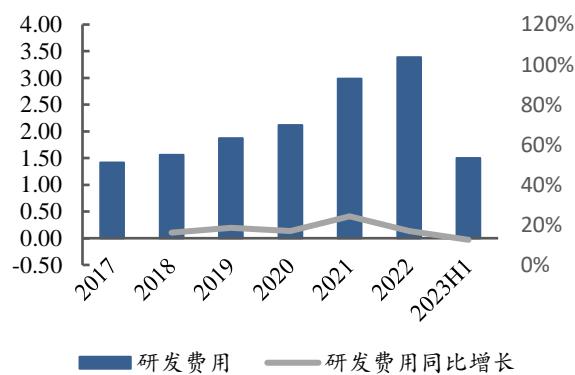
加大投入，公司将持续加大费用投入。2022年，公司销售费用率、研发费用率及管理费用率分别为46.19%、41.81%及7.59%。公司持续增加销售费用和研发费用的投入，推动了市场的拓展和技术创新，提高自身竞争优势和行业地位，为公司持续发展提供了动力。

图8: 2018-2022年公司三大费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 公司研发费用及增速

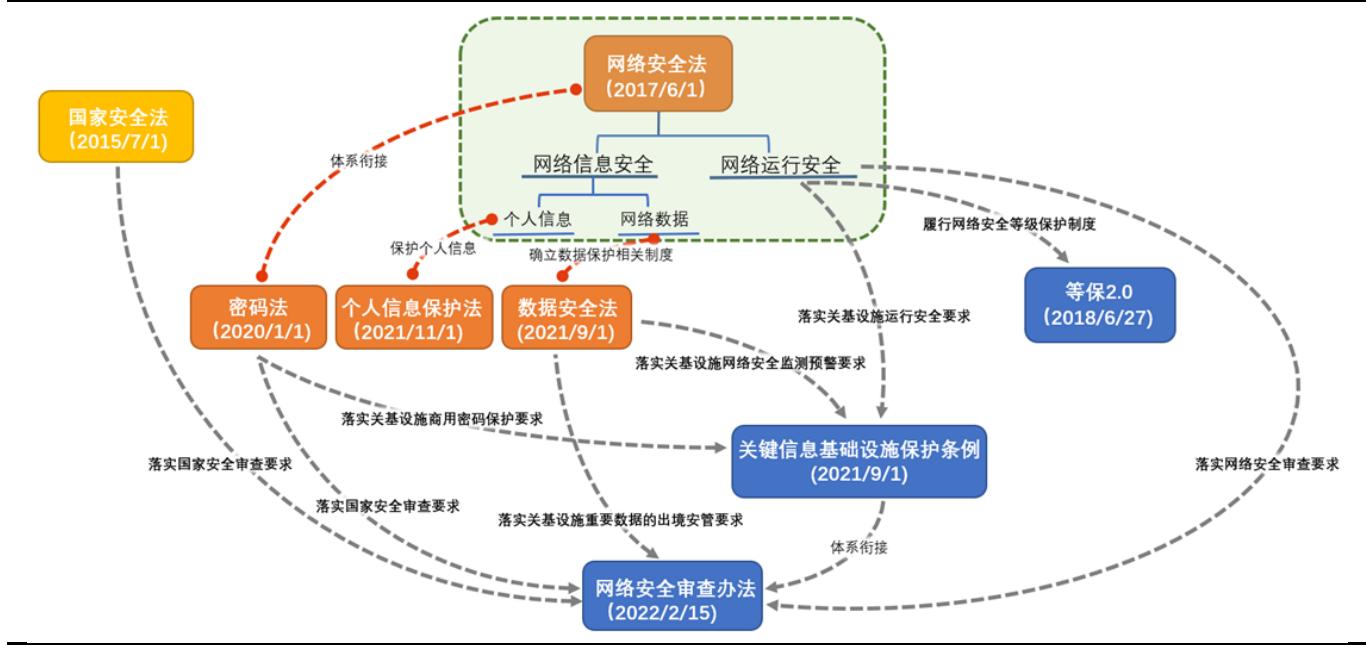


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 多因素驱动网安行业景气度提升

政策推动行业景气度提升。2017年《网络安全法》正式实施，等保2.0、《密码法》、《个人信息保护法》、《数据安全法》等网络安全政策和法规密集发布，法律将渗透在网络安全的各个分支和各个行业，提高政府、企业在网络安全方面的投入，将推动整个行业往更为规范和成熟的方向发展。与此同时，合规需求和攻防需求也带动整个行业进入新的加速成长阶段。

图10：网络安全立法体系建设进程



数据来源：数说安全，东吴证券研究所

防火墙是规模最大单一子市场。 防火墙类产品是网络安全防御体系建设的基础组件，根据 IDC 全球安全硬件各子市场情况（2022H1）数据显示，在安全硬件市场规模中防火墙类产品（UTM 65.40% + Traditional FW 12.87%）占比为 78.27%，是占比最大的单一子市场。在中国 IT 安全市场中，防火墙类产品包含基于 UTM 平台的防火墙（UTM Firewall）、统一威胁管理(UTM)和传统防火墙(Traditional Firewall)。根据 IDC《2022 年第四季度中国 IT 安全硬件市场跟踪报告》数据显示，2022 年防火墙类产品在中国 IT 安全硬件细分市场规模中占比 64.43%（UTM FW 32.20%+ UTM 30.60%+ Traditional FW 1.63%），也是最大单一子市场。

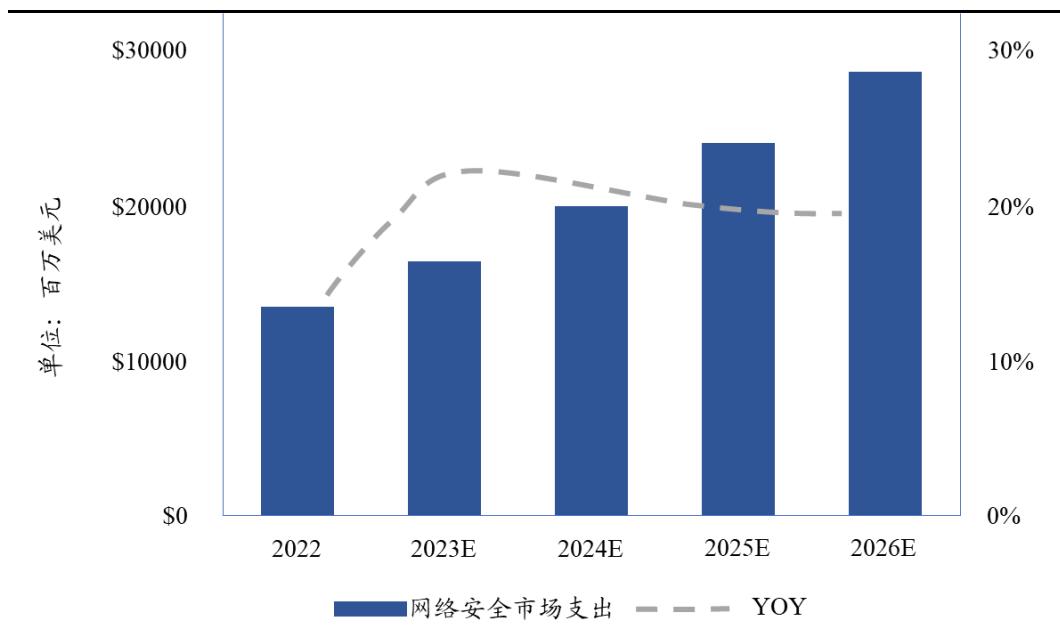
云安全作为云计算发展的保障，仍将保持快速增长。 中国信通院发布《云计算白皮书（2023年）》显示2022年我国云计算市场规模为4550亿元，同比增长40.91%。与全球19%的增速相比，我国云计算市场仍处于快速发展期，预计2025年我国云计算整体市场规模将超万亿元。云计算作为数字经济发展的重要底座将迎来新一轮增长，云安全作为云计算发展的必要保障，也将保持较快发展势头。赛迪顾问发布《2021-2022年中国云安全市场研究年度报告》显示，2021年，中国云安全市场保持了46.2%的较高增长率，规模达到120.6亿元，预计到2024年中国云安全市场规模将达到357.1亿元。

数据安全行业快速发展。 伴随数字经济发展，全球数据安全事件频发，数据泄露造成影响较大，针对数据的网络攻击事件影响了数字化转型，但催生了数据安全市场的需求。我国陆续颁布施行的《网络安全法》《十四五规划纲要》《数据安全法》《个人信息保护法》等政策法规，加强了对数据安全的监管，各关键行业用户也提升了对数

据安全的重视程度。2023 年 1 月，工业和信息化部等十六部门发布《关于促进数据安全产业发展的指导意见》，制定了数据安全产业发展目标，意见提出，到 2025 年，数据安全产业规模超过 1,500 亿元，年复合增长率超过 30%；到 2035 年，数据安全产业进入繁荣成熟期。数据安全成为未来网络信息安全的重要组成部分。

国内网络安全行业增速领跑全球。随着全球数字化蓬勃发展，云计算、人工智能、大数据、5G 等技术的应用范围不断扩大，在企业运用新技术提高自身效率的同时也面临着更多由新技术诱发的网络威胁，全球网络威胁形势愈发严峻，这也促使了企业不断加大其在网络安全上的投入。2023 年 3 月，IDC 发布《全球网络安全支出指南》(IDC Worldwide Security Spending Guide, 2023 年 V1 版)，报告数据显示，2022 年全球网络安全总投资规模为 1,955.1 亿美元，并有望在 2026 年增至 2,979.1 亿美元，五年复合增长率 (CAGR) 约为 11.9%。而到 2026 年，中国网络安全支出规模预计接近 288.6 亿美元，五年 (2022-2026) 复合增长率将达到 18.8%，增速位列全球第一。

图11：中国网络安全市场支出预测，2022-2026年



数据来源：IDC，东吴证券研究所

3. 立足根本性优势，持续打造领先技术与优势产品

3.1. 深耕防火墙赛道，具备技术领先性

边界安全是网络边界防御必备的安全能力。无论未来网络边界形式如何演变，用户对于边界安全的需求将始终存在。目前公司的边界安全解决方案主要由下一代防火墙、数据中心防火墙、智能下一代防火墙、入侵防御系统和云沙箱检测系统等产品组成。

董事长具备丰富产业经验。公司董事长和总经理罗东平先生曾经在 Netscreen Technologies、Juniper Networks 等业界知名公司工作，拥有丰富的产业经验。其中，Netscreen 是一家主打高性能防火墙的公司，于 2004 年被 Juniper 收购。

深耕防火墙赛道，持续自研创新。公司自创建以来就深耕防火墙领域，从盒式的 A/B/C/E 系列到框式 X 系列等产品族以及基于国产芯片下一代防火墙 K 系列产品，性能从 G 级到 T 级，具备一体化综合安全防护能力，广泛适用于企业网络、互联网出口、VPN 接入、公/私有云等多种网络应用场景。公司持续自研硬件创新战略，推出搭载 Hillstone Mars 硬件加速引擎的智能下一代防火墙，为用户带来极致的安全防护体验。Gartner 发布的 2023 Gartner® Peer Insights™ “Voice of the Customer” 报告显示，山石网科再次获得网络防火墙“客户之选”称号，是全球仅有的两家、国内唯一一家连续四年获此称号的厂商。

图12：公司 A 系列智能下一代防火墙



数据来源：山石网科公众号，东吴证券研究所

表1：公司所获奖项和荣耀

机构	所获奖项/荣誉
Gartner	连续四年荣获 Gartner 网络防火墙“客户之选”称号，是全球仅有的两家、国内唯一一家连续四年获此称号的厂商；荣获 NDR 领域“强劲表现者”称号，成为 Gartner 全球 Top 10 受欢迎 NDR 厂商；山石网科；山石智·感、山石云铠入选 2023 年 Gartner® 新兴技术报告
Forrester	零信任访问解决方案入选 Forrester 报告
IDC	2016 年-2022 年，公司在中国“统一威胁管理 UTM”市场厂商市场规模中排名第 4 2023 年 5 月入选《IDC Technology Assessment：中国统一威胁管理硬件技术评估，2023》UTM 代表厂商之一 2023 年 6 月入选《IDC Technology Assessment：中国零信任网络访问解决方案技术评估，2023》零信任代表厂商之一
嘶吼	入围嘶吼《数据安全细分市场调研报告 2023》，数据安全防护、敏感数据共享/流通、数据管理/管控、数据库安全能力得到认可

数据来源：公司 2023 年半年报，东吴证券研究所

布局信创，构建纯国产化产品体系。公司大力推进与国产 CPU 深入合作，进一步拓展信创业务布局，全面助力安全生态体系建设与信创产业的快速发展。基于国产芯片和国产操作系统，公司研制、发布了基于兆芯 CPU、龙芯 CPU 等国产化系列产品，涵盖防火墙、入侵防御系统、Web 应用防火墙、应用负载均衡、网络安全审计系统、数据库审计与防护、综合日志审计、漏洞扫描系统、运维安全网关、数据安全综合治理平台、动态数据脱敏系统等，有助于进一步提升公司信创产品的市场竞争力。

安全芯片硬件加速技术研发进展顺利，预计今年底进入流片阶段。2022 年中旬，公司成功发布了搭载 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；前述产品在 2022 年已经陆续投放市场，并获得了良好的客户反馈。FPGA 芯片技术在实际业务场景的验证和反馈，将会提高公司 ASIC 芯片技术的研发成功率，公司预计今年年底进入到 ASIC 芯片的流片阶段，若流片成功，公司有望在 2024 年推出载有 ASIC 芯片技术的防火墙产品。按照目前的规划，ASIC 芯片将首先应用于防火墙产品线，后续将视实际情况逐步向其他硬件产品线扩展适配。

3.2. 多元化发展，持续扩张能力边界

从边界安全向云安全等方向延伸，从单一的产品销售到解决方案销售及安全服务等多模式发展。公司在边界安全产品的基础上，近几年在持续丰富与扩充产品线，目前已经基本形成多元产品格局，其中云安全、应用安全、内网安全、数据安全、安全服务等都将是未来公司持续加大投入的发展方向。

云安全领域先行者，云安全解决方案丰富。作为中国云安全领域的先行者，山石网科早在 2013 年便开始布局云计算安全。2015 年，山石网科先后正式发布了虚拟化下一代防火墙“山石云·界”和微隔离与可视化产品“山石云·格”，成为国内首批云市场的防火墙类安全产品，填补了云环境下南北向和东西向整体安全防护解决方案的空白。近些年山石网科不断加大对云计算安全产品的研发投入，又陆续发布了山石云·池、山石云·集、虚拟化 Web 应用防火墙、虚拟化应用交付系统等云计算安全产品，覆盖私有云、公有云、容器云、多租户运营专有云、云网融合以及混合云等 6 大安全防护场景，可为客户在多种云计算环境中提供全方位的纵深安全保护，为客户云计算业务保驾护航。

图13：山石网科云计算安全解决方案



虚拟化下一代防火墙
山石云·界



云内微隔离与可视化平台
山石云·格



云安全资源池
山石云·池

山石云·界是专为云计算环境设计的虚拟化网络安全产品，内嵌山石网科StoneOS网络防火墙专用操作系统，以虚拟机形态部署，“All in One”的理念继承了山石网科下一代防火墙产品的精髓，拥有18项专业的下一代防火墙安全功能，适用于VMware、KVM、Hyper-V、XEN等虚拟化平台下的各种网络部署场景，为用户提供云计算网络之间的安全隔离和安全防护。

山石云·格是一款兼具微隔离与可视化能力的虚拟化安全产品，采用山石网科自研的引流技术，将微隔离、可视化能力深入到虚拟化环境中，按需部署和扩展安全服务，能做到每个vNIC级别的L2-L7层精细访问控制，真正实现云内微隔离。山石云·格一经推出，就因最低的访问授权控制、丰富的可视化能力、智能化的运营管理这三大特点，将“零信任”安全理念融入客户云数据中心的建设过程中，凭借硬核的产品功能和稳定性，赢得了国内外各行业客户的良好口碑。

山石云·池是一套围绕云安全管理平台的云安全资源池方案，参照等保2.0等相关云计算安全标准进行整体安全体设计，依托山石丰富的云安全原子能力，能够有效帮助用户对云计算资源中存在的安全风险做到有效防御，同时具备统一安全管理、安全资源按需配置、安全平台便捷运维等特性，助力用户一站式快速满足云上等合规要求。



网元控制器软件
山石云·集



虚拟化安全网元

山石云·集是专门针对需要在云计算和SDN环境中部署安全能力的场景设计的安全网元管理解决方案，可配合山石下一代防火墙以及山石云·界形成完整的FWaaS解决方案，实现安全业务的自动化编排，安全设备及NFV的自动化部署与统一管理，是一款具备智能对接排障功能的创新产品。

在云安全原子能力方面，山石网科云计算安全还包含7种虚拟化安全合规组件：虚拟化Web应用防火墙vWAF、虚拟化应用交付系统vADC、虚拟化数据库审计与防护系统vDBA、虚拟化运维安全网关vOSG、虚拟化漏洞扫描系统vRAS、虚拟化日志审计平台vHSA和虚拟化网络入侵防御系统vNIPS，可以为用户构建丰富的虚拟化安全防护能力。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据安全紧贴用户场景，已获得多个标杆项目。公司紧贴用户侧业务应用场景，以数据安全制度规范体系、数据安全运营管理体、数据安全技术防护体系形成三维互锁格局，同时借助数据安全应急响应体系、数据安全监督审计体系进行有力支撑，为企业构筑以数据为中心的可持续安全治理解决方案。目前，公司在政府、医疗、教育、企业等多个领域赢得数据安全标杆项目，尤其是在数据安全分类分级、数据安全风险评估等数据安全治理领域的实践，通过多个项目的部署实施，形成了较为完善的交付案例，为后续业务拓展打下了坚实基础。

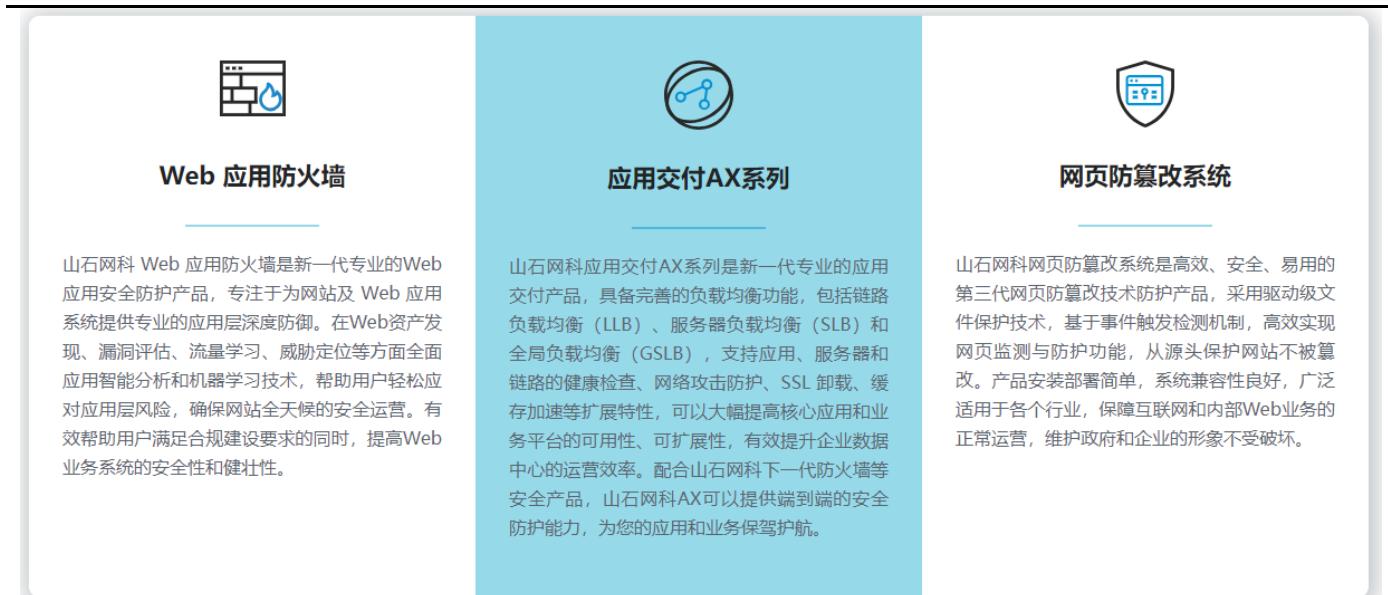
图14：山石网科数据安全治理方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

布局应用安全，提供全场景解决方案。公司紧贴客户业务安全需求，聚焦应用安全防御和负载均衡，有效应对数字世界业务资产种类繁多、应用快速迭代导致的应用交付困难、攻击面广、漏洞频发等现实困境。基于专业、稳定的安全操作系统底座 StoneOS，以让应用更安全高效的交付为理念，通过专业的应用交付设备提供高效、灵活的流量分发能力，结合下一代 Web 应用防火墙构建 Web 安全资源池，横向扩展安全检测能力，采用底层驱动技术的第三代网页防篡改系统构筑最后一道安全防线，为政企客户提供全场景纵深防御的应用安全解决方案。

图15：应用安全解决方案

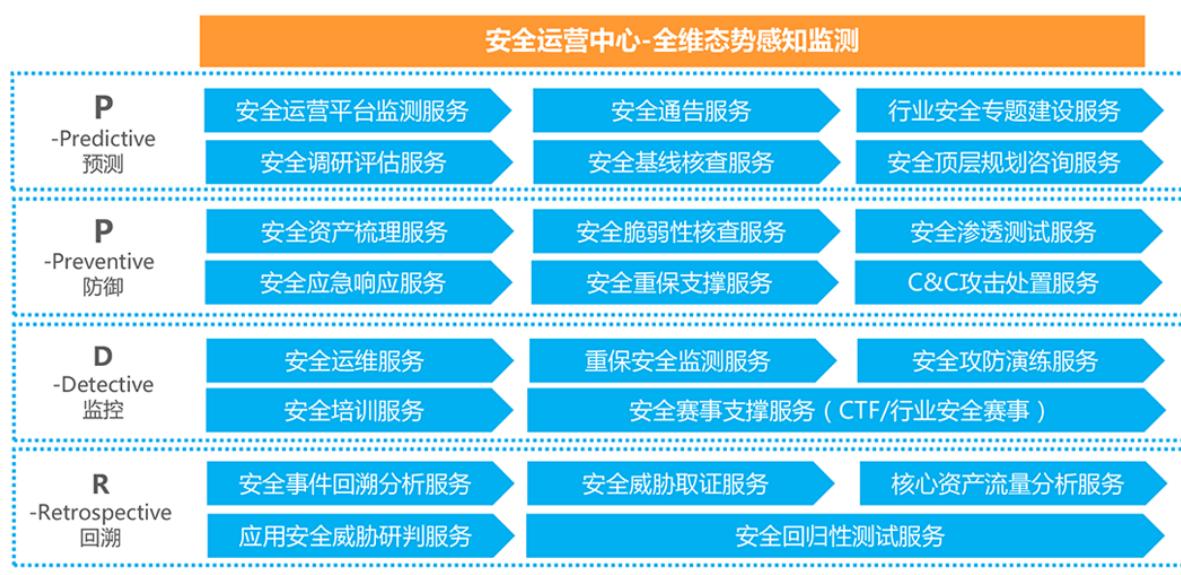


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

组建安全服务团队，为客户提供全生命周期安全服务。2020年，公司新成立了安全服务事业部，组建了安全服务团队。公司的安全服务可提供安全评估、应急保障、安全通告、安全培训、威胁检测订阅、安全咨询等服务，贯彻“产品+服务”的安全服务理念，在金融、政府、高校、医疗、能源、运营商等行业打造标准化解决方案。公司的创新安全服务以P2DR自适应安全架构为核心，结合多年行业客户安全攻防研究、安全威胁处置经验，从威胁预测、防御、监控、回溯四个角度出发，打造了一套“自适应、全感知、全覆盖”的全生命周期安全服务体系。

图16：山石网科安全服务解决方案

基于P2DR自适应安全架构的全生命周期安全服务体系



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

收入结构逐步优化，新兴业务占比逐步提升。随着公司在新产品方向的拓展，公司云安全的收入占比从2016年的1%提升至2022年的6%，2022年安全产品（其他）的占比也提升至16.56%，边界安全产品的营收占比从2016年的93.32%降到2022年的74.57%，公司的收入开始多元化发展，收入结构进一步优化，提升了公司的业务增长的任性。

3.3. 打造“科技+生态”发展模式，推动公司发展

行业经验丰富，具备广泛的客户认可度。经过行业内数十年的耕耘及积累，市场认可公司的产品和服务品质、研发创新能力及响应速度等多维度综合能力，使公司拥有了广泛优质的客户群体。目前，已有50多个国家的超过23000个终端客户选择了山石网科的产品，涵盖金融、电信运营商、互联网、政府、教育等行业高端客户群。

三维互锁组织体系建设完成，已打造多个标杆案例。为更好地支撑前线业务开拓，公司过去几年构建了新的组织体系：三维互锁，即形成“行业拓展+区域与渠道+产品业务”三个维度的互锁机制，将公司资源高效组合，以行业维度为切入点，推进公司在组织架构、流程管理、能力建设方面的优化工作，提高公司拓展综合性大项目的能力，有利于在全国范围内推广复制具有标杆意义、行业典型的灯塔项目。目前，公司已经在金融、能源、交通物流等多行业打造了标杆性案例。

探索“科技+生态”创新战略模式，推动公司发展。公司凭借优秀的技术基因、强大的芯片开发能力以及良好的市场口碑，再结合神州数码精细化的营销、运营能力和强大的风险控制、资金效能实践经验，探索出‘科技+生态’的创新战略模式。新模式下，公司通过加强外部合作，发挥山石网科强产品、强研发、强技术的科技实力，优化销售体系的考核政策和激励方式，充分调动渠道与山石网科合作的积极性和互利性，有望实现公司业绩规模和盈利能力的提升。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

前提假设：

1) 网络安全产品：公司网络安全产品主要为下一代防火墙为主的边界安全产品，市场空间增速较快，预计 2023-2025 年增速为 30%、31%、30%。

2) 云安全：近几年云安全发展势头较好，预计 2023-2025 年公司云安全业务增速为 40%、40%、38%。

3) 其他安全：公司积极布局安全运营、数据安全、安全服务等新兴安全领域，预计 2023-2025 年的增速为 30%、40%、40%。

毛利率：预计 2022 年公司毛利率会有所恢复，后续总体保持平稳提升。

费用率：预计随着公司组织架构的调整和优化完成，销售费用、研发费用、管理费用等期间费用增幅变缓，费用率有望呈现下降的趋势。

表2：公司收入拆分及预测（单位：亿元）

		2022A	2023E	2024E	2025E
总计	总营收（亿元）	8.12	10.53	13.96	18.40
	YOY	-20.97%	29.80%	32.48%	31.84%
	毛利率	68.32%	71.41%	72.47%	73.43%
边界安全产品	销售收入	6.05	7.87	10.30	13.39
	收入占比	74.51%	74.66%	73.83%	72.79%
	yoY	-20.03%	30.00%	31.00%	30.00%

	毛利率	69.12%	73.00%	74.00%	75.00%
云安全产品	销售收入	0.49	0.69	0.96	1.33
	收入占比	6.03%	6.51%	6.88%	7.20%
	yoY	-4.72%	40.00%	40.00%	38.00%
	毛利率	90.30%	91.00%	91.50%	92.00%
其他安全产品	销售收入	1.34	1.74	2.44	3.41
	收入占比	16.50%	16.54%	17.48%	18.56%
	yoY	-35.71%	30.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	67.04%	65.00%	65.00%	65.00%
其他业务	销售收入	0.23	0.24	0.25	0.27
	收入占比	2.83%	2.29%	1.82%	1.45%
	yoY		5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	6.60%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

基于上述预测，我们预计公司 2023 年-2025 年营业收入分别为 10.53、13.96、18.40 亿元，对应增速 29.80%、32.48%、31.84%；归母净利润为 0.17、0.99、2.09 亿元，对应增速分别为 109.44%、472.77%、111.84%，对应 EPS 分别为 0.10、0.55、1.16 元。

可比公司估值与投资建议：根据业务相似性原理，我们选取深信服、奇安信、安恒信息、启明星辰等综合性网络安全公司作为可比公司。可比公司 2023 年 PE 平均值为 121 倍。考虑网络安全产业前景广阔且公司处于业务拓展期，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 0.17、0.99、2.09 亿元，对应 PE 分别为 202/35/17 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：可比公司估值（2023/10/7）

代码	股票简称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)		营收		PE		PS	
			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
300454.SZ	深信服	384.78	4.29	7.24	89.63	111.14	90	53	4	3
688561.SH	奇安信-U	351.08	2.88	8.00	81.41	103.64	122	44	4	3
688023.SH	安恒信息	112.77	0.26	1.70	26.52	34.98	429	66	4	3
002439.SZ	启明星辰	264.42	9.92	12.91	58.59	75.57	27	20	5	3
300369.SZ	绿盟科技	78.63	2.40	3.79	30.94	37.14	33	21	3	2
002212.SZ	天融信	104.97	4.29	5.93	45.67	57.84	24	18	2	2
							121	37	4	3
688030.SH	山石网科	34.51	0.17	0.99	10.53	13.96	202	35	3	2

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：可比公司估值取自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

1. 政策推进不及预期：网络安全行业出台的政策如果在推进过程中节奏不及预期，

可能导致部分行业需求未能及时释放，从而导致相关公司业绩增长不及预期。

2. 产品研发进度不及预期：如果公司的产品研发进度不及预期，可能会影响公司产品的市场竞争力和销量，从而影响公司业绩增长。

3. 市场竞争加剧风险：网安行业竞争公司较多，竞争对手如果加大研发和销售投入，可能会使得行业竞争加剧，从而影响公司业绩增长。

山石网科三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,644	1,660	1,851	2,176	营业总收入	812	1,053	1,396	1,840
货币资金及交易性金融资产	525	531	560	742	营业成本(含金融类)	257	301	384	489
经营性应收款项	875	881	973	1,027	税金及附加	7	8	11	15
存货	139	159	203	258	销售费用	375	379	461	552
合同资产	81	63	84	110	管理费用	62	67	84	105
其他流动资产	23	26	32	39	研发费用	339	339	419	534
非流动资产	472	511	513	515	财务费用	8	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8	加:其他收益	42	53	70	92
固定资产及使用权资产	287	282	277	272	投资净收益	4	11	14	18
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	48	54	60	66	减值损失	(38)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	5	6	7	营业利润	(224)	21	121	256
其他非流动资产	125	162	162	162	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	2,116	2,170	2,364	2,691	利润总额	(226)	21	121	256
流动负债	518	557	651	768	减:所得税	(42)	4	22	46
短期借款及一年内到期的非流动负债	159	151	151	151	净利润	(184)	17	99	210
经营性应付款项	161	184	235	299	减:少数股东损益	(1)	0	0	1
合同负债	27	32	42	55	归属母公司净利润	(183)	17	99	209
其他流动负债	171	190	223	263					
非流动负债	277	274	274	274	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.01)	0.10	0.55	1.16
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	247	247	247	247	EBIT	(224)	21	121	256
租赁负债	10	10	10	10	EBITDA	(157)	34	134	269
其他非流动负债	20	16	16	16					
负债合计	795	831	925	1,042	毛利率(%)	68.32	71.41	72.47	73.43
归属母公司股东权益	1,318	1,337	1,436	1,645	归母净利率(%)	(22.49)	1.64	7.07	11.36
少数股东权益	2	2	3	4					
所有者权益合计	1,321	1,340	1,439	1,649	收入增长率(%)	(20.97)	29.80	32.48	31.84
负债和股东权益	2,116	2,170	2,364	2,691	归母净利润增长率(%)	(341.64)	109.44	472.77	111.84

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(332)	47	30	179	每股净资产(元)	7.22	7.32	7.87	9.03
投资活动现金流	17	(52)	(21)	(17)	最新发行在外股份 (百万股)	180	180	180	180
筹资活动现金流	359	(10)	0	0	ROIC(%)	(11.14)	0.99	5.52	10.76
现金净增加额	44	(15)	9	163	ROE-摊薄(%)	(13.84)	1.29	6.87	12.71
折旧和摊销	67	13	13	13	资产负债率(%)	37.59	38.28	39.13	38.73
资本开支	(69)	(39)	(14)	(14)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	202.16	35.29	16.66
营运资本变动	(225)	37	(68)	(26)	P/B (现价)	2.68	2.64	2.46	2.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。未经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>