

网安行业新秀，核心产品领先

——山石网科（688030）深度报告

分析师： 徐中华

SAC NO: S1150518070003

2020 年 05 月 12 日

证券分析师

徐中华

010-68104898

xuzh@bhqz.com

助理分析师

张源

SAC No: S1150118080012

zhangyuan3337@bhqz.com

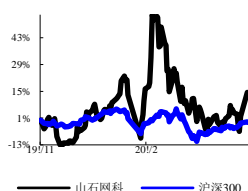
评级：

买入

最新收盘价：

45.80

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 聚焦网安领域，营收快速增长

山石网科成立于2007年，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。近年来，公司营收来保持快速增长，2019年达到6.75亿元，归母净利润0.91亿元。2016-2019营收复合增速为27.4%，归母净利润复合增速为325.1%。公司近年来成本费用控制良好，毛利率和净利率多年保持稳定。山石网科作为高科技研发企业，尤为重视研发投入，随着公司规模的增长，四费占比稳中有降。

● 政策助力，网络安全行业方兴未艾

近年来，我国一直对网络安全行业支持力度较大，特别是密集出台了多项推进产业发展和网络安全人才培养的法律法规与监管要求，以及各种支持政策来促进行业发展。2017年《网络安全法》的正式实施、等保2.0标准的逐渐建立为行业的发展增添了新的动力。根据赛迪顾问的数据，从2010到2018年，我国信息安全行业维持在年均20%左右的增长率，整体市场在2018年达到495亿元，增速约21%，网络安全行业未来几年仍有望维持较高的行业增速。

● 细分行业领先，核心产品亮眼

2017-2019年，公司对研发投入总额占营收比重一直在27%以上。公司在单项产品技术上具有较强的研发能力，多项产品具备国际先进水平。公司企业级下一代防火墙、数据中心防火墙、内网安全检测系统、微隔离和可视化等产品具有很强的市场竞争力。根据Gartner报告，公司下一代防火墙产品连续6年入选Gartner全球网络防火墙魔力象限报告，连续2年入选Gartner亚太区防火墙魔力象限报告。公司网络入侵检测和防御系统IDS/IPS产品被纳入Gartner入侵检测和防御系统市场指南的代表性供应商。

● 投资建议

受政策驱动，网络安全行业快速发展将继续拉动对安全产品的需求；公司产品在下一代防火墙，云安全等网络安全细分领域中具有技术上的优势，行业处于快速发展阶段以及公司加大研发销售力度有助于公司获得较快发展。我们预计2020、2021年公司的EPS分别为0.70元和0.89元，基于此，给予“买入”评级。

● 风险提示

网络安全行业需求落地存在不确定性，公司新产品研发推广进度存在不确定性等。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	562	675	853	1,070	1,337
(+/-)%	21.4%	20.0%	26.4%	25.5%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	47	50	69	80	100
(+/-)%	67.5%	6.5%	38.1%	16.4%	24.4%
归母净利润	69	91	126	160	195
(+/-)%	14.8%	32.1%	38.6%	26.4%	22.2%
每股收益 (元)	0.51	0.51	0.70	0.89	1.08

表：三张表及主要财务指标

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
货币资金	221	1,075	1,105	1,163	1,233	营业收入	562	675	853	1,070	1,337
应收票据及应收账款	326	410	519	651	814	营业成本	133	162	202	258	327
预付账款	3	7	8	11	13	营业税金及附加	6	8	10	13	16
其他应收款	78	3	4	5	6	销售费用	180	218	274	345	428
存货	50	49	61	78	99	管理费用	39	50	61	78	96
其他流动资产	22	26	26	26	26	研发费用	156	187	236	296	370
流动资产合计	700	1,571	1,724	1,934	2,191	财务费用	2	1	-5	-6	-6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-8	0	0	0	0
固定资产合计	34	39	39	39	39	信用减值损失	0	-14	-10	-10	-12
无形资产	5	5	5	5	5	其他收益	42	55	66	85	105
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	1	5	6	8	10
长期待摊费用	1	1	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0	1
资产总计	747	1,625	1,778	1,988	2,246	营业利润	79	95	137	170	210
短期借款	20	10	0	0	0	营业外收支	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	50	49	61	78	99	利润总额	79	95	137	170	210
预收账款	6	6	7	9	11	所得税费用	10	3	11	10	15
应付职工薪酬	40	47	59	75	95	净利润	69	91	126	160	195
应交税费	18	9	11	14	17	归属于母公司所有者的净利润	69	91	126	160	195
其他流动负债	74	65	65	65	65	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	74	65	65	65	65	基本每股收益	0.51	0.51	0.70	0.89	1.08
预计负债	18	23	23	23	23	财务指标					
负债合计	330	246	273	324	386	营收增长率	21.4%	20.0%	26.4%	25.5%	25.0%
股东权益	416	1,379	1,505	1,665	1,860	EBIT 增长率	67.5%	6.5%	38.1%	16.4%	24.4%
现金流量表（百万元）						净利润增长率	14.8%	32.1%	38.6%	26.4%	22.2%
净利润	69	91	126	160	195	销售毛利率	76.3%	76.0%	76.3%	75.9%	75.6%
折旧与摊销	14	17	0	0	0	销售净利率	12.3%	13.5%	14.8%	14.9%	14.6%
经营活动现金流净额	9	16	34	50	60	ROE	16.6%	6.6%	8.4%	9.6%	10.5%
投资活动现金流净额	34	-4	7	8	10	ROIC	9.4%	3.5%	4.2%	4.5%	5.0%
筹资活动现金流净额	116	843	-10	0	0	资产负债率	44.2%	15.1%	15.4%	16.3%	17.2%
现金净变动	158	853	30	58	70	PE	0.00	81.73	66.20	52.37	42.86
期初现金余额	63	221	1,075	1,105	1,163	PB	0.00	5.40	5.55	5.02	4.49
期末现金余额	221	1,074	1,105	1,163	1,233	EV/EBITDA	-3.31	95.10	104.82	89.36	71.12

目 录

1. 聚焦网安领域，营收快速增长.....	7
1.1 聚焦网安领域，行业地位凸显	7
1.2 营收快速增长，净利润持续提升	8
2. 政策助力，网络安全行业方兴未艾.....	12
2.1 网络安全威胁不断，行业亟需加强	12
2.2 政策助力，网络安全前景广阔.....	13
3. 细分行业领先，核心产品表现亮眼.....	15
3.1 研发投入持续加强，核心产品表现亮眼	15
3.2 细分行业领先，拥有技术领先优势	16
3.3 直销与渠道代理相结合，渠道代理为主	18
4. 盈利预测和投资评级	20
5. 风险提示	21

图 目 录

图 1: 中国网络安全 100 强企业 (2019)	8
图 2: 山石网科 2016-2020Q1 营收及增速	8
图 3: 山石网科 2016-2020Q1 归母净利润及增速	9
图 4: 山石网科 2016-2020Q1 毛利率和净利率	9
图 5: 山石网科 2016-2020Q1 四费占营收比重	10
图 6: 山石网科主要产品类别	10
图 7: 山石网科 2016-2019 主要产品营收情况 (单位: 百万元)	11
图 8: 山石网科 2016-2019 分产品毛利率	11
图 9: 2013-2018CNCERT 网络安全事件处理情况	12
图 10: 2013-2019 移动互联网恶意程序捕获数量	13
图 11: 网络安全行业 2010-2018 年市场规模及增速	14
图 12: 山石网科 2017-2019 研发支出及占营收比重	15
图 13: 山石网科 2017-2019 年研发人员数量及占比	16
图 14: 山石网科 2016-2019Q1 直销和渠道代理的占比	18
图 15: 山石网科 2016-2020Q1 销售费用及占营收比重	19
图 16: 山石网科 2018-2019 年销售人员数量及占比	19

表 目 录

表 1: 山石网科股本结构	7
表 2: 2016 年至今部分重要网络安全政策	13
表 3: 山石网科与 A 股上市的主要竞争对手的对比分析	17
表 4: 山石网科销售类型及特点	13

1. 聚焦网安领域，营收快速增长

1.1 聚焦网安领域，行业地位凸显

山石网科成立于 2007 年，主要创始人团队具有 Netscreen 和 Juniper 的工作背景。公司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。同时，在云计算快速发展时代，公司基于对云安全的理解，在云计算的应用场景下，开发了完备的微隔离与可视化、虚拟化防火墙产品，为云端用户提供一站式、多平台安全解决方案。公司 2019 年 9 月在科创板挂牌上市，其服务的下游客户包括金融、政府、运营商、互联网、教育、医疗卫生等行业。

公司的股权较为分散，单个股东单独或者合计持有或控制的股份数量均未超过公司总股本的 30%。

表 1：山石网科股本结构

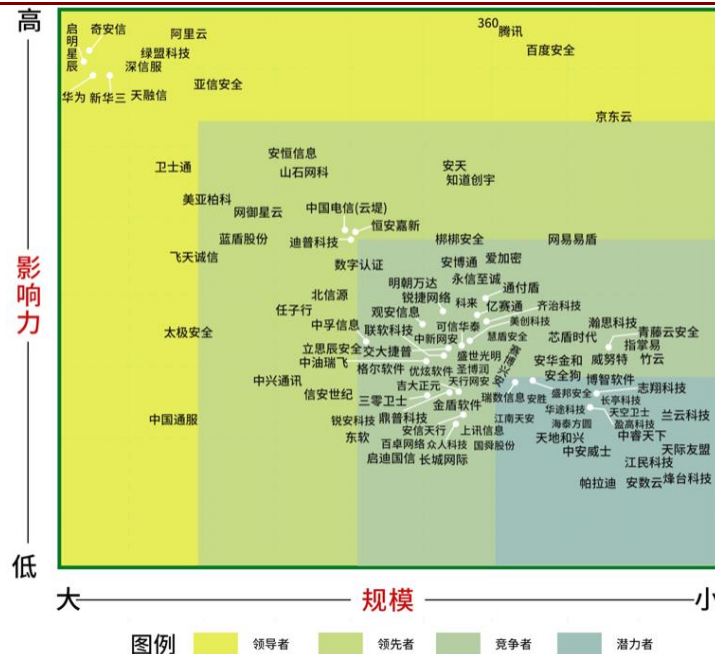
股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
越超高科技	3052	16.94%
田涛	1340	7.44%
苏州元禾	1315	7.30%
国创开元	1186	6.58%
宜兴光控	1096	6.08%
北京奇虎	541	3.00%
LUO DONGPING	483	2.68%
丰众 8 号员工战略配售	451	2.50%
Jian Tong	371	2.06%
山石行健	369	2.05%
其它	7819	43.37%

资料来源：Wind，渤海证券

作为一家信息安全企业，山石网科不断加强品牌建设，拓展产品应用领域与应用场景，不断突破关键核心技术，提高企业的核心竞争力。

从安全牛发布的中国网络安全 100 强企业来看，从规模和影响力上来看，公司处于领先者象限，在行业中具有较强的影响力，随着公司快速发展，公司在未来有望进入领导者象限。

图 1: 中国网络安全 100 强企业 (2019)

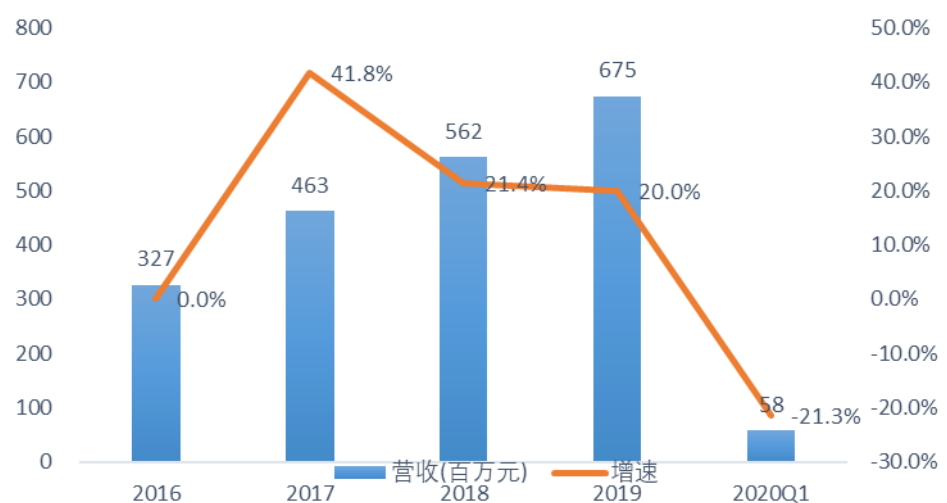


资料来源：安全牛，渤海证券

1.2 营收快速增长，净利润持续提升

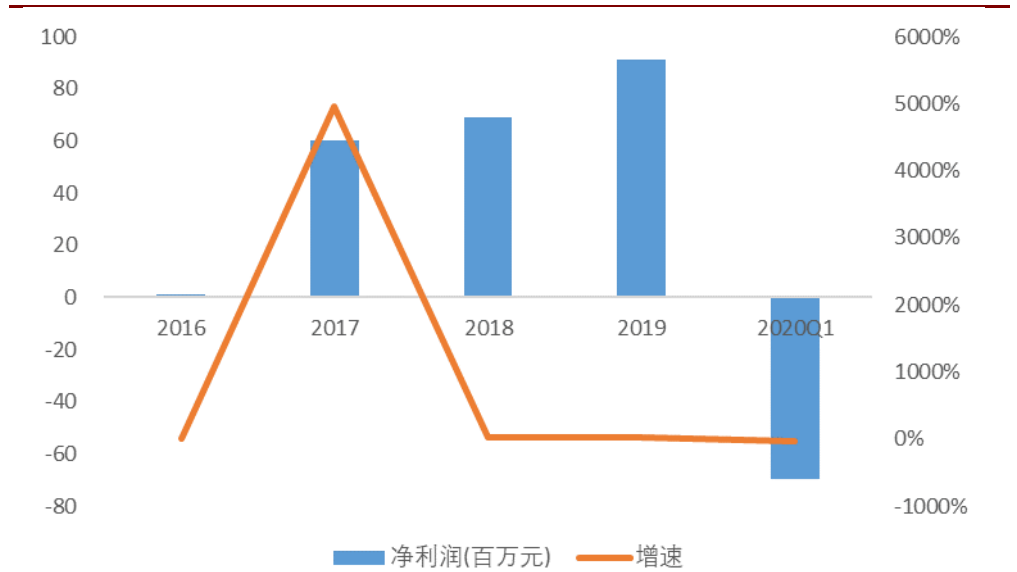
公司营收来保持快速增长，2019 年达到 6.75 亿元，归母净利润 0.91 亿元。2016-2019 营收复合增速为 27.4%，归母净利润复合增速为 325.1%。

图 2: 山石网科 2016-2020Q1 营收及增速



资料来源：Wind，渤海证券

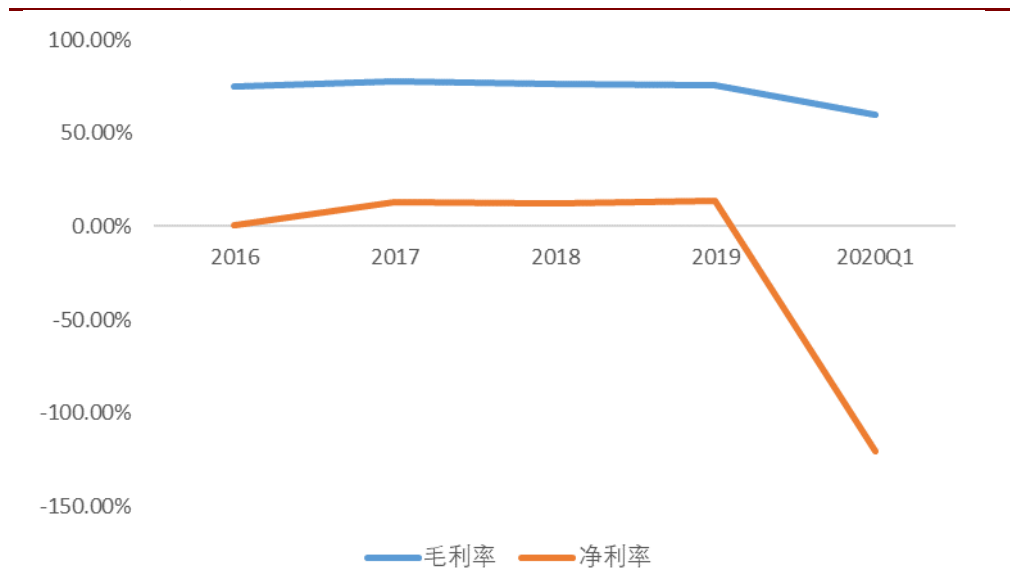
图 3: 山石网科 2016-2020Q1 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 渤海证券

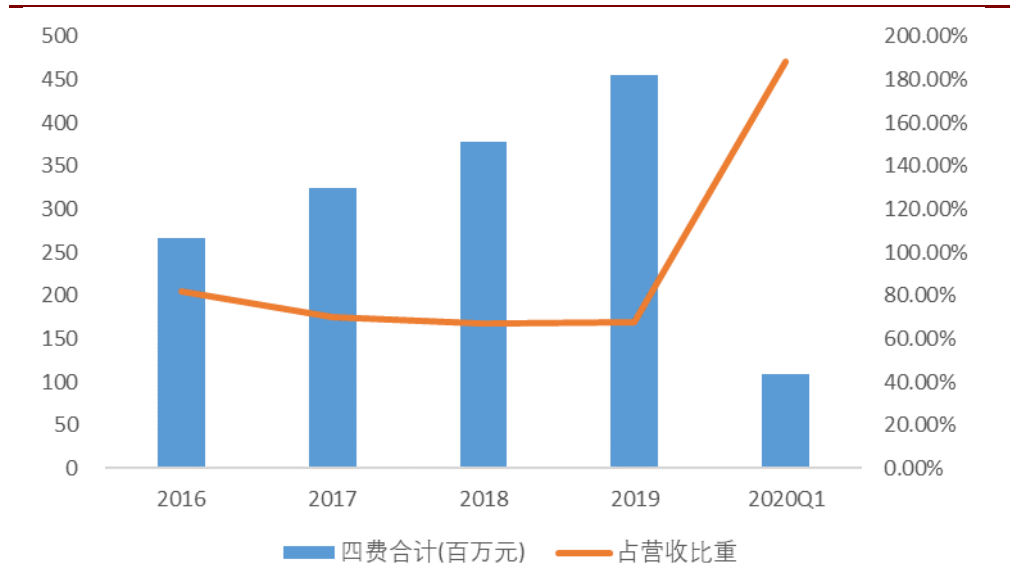
公司近年来成本费用控制良好。毛利率和净利率多年保持稳定。山石网科作为高科技研发企业，尤为重视研发投入，随着公司规模的增长，四费占比稳中有降。但 2020Q1 由于营收比重占全年的比重较低，而费用支出在全年是比较均衡的，因此净利率会偏低而费用率会偏高。

图 4: 山石网科 2016-2020Q1 毛利率和净利率



资料来源: Wind, 渤海证券

图 5: 山石网科 2016-2020Q1 四费占营收比重



资料来源: Wind, 渤海证券

分产品来看, 山石网科的产品主要分为三大类: 边界安全、云安全和其它类别, 主要包括下一代防火墙、入侵检测和防御系统、安全审计、安全管理、Web 应用防火墙、内网安全等网络安全产品及相关服务。

图 6: 山石网科主要产品类别

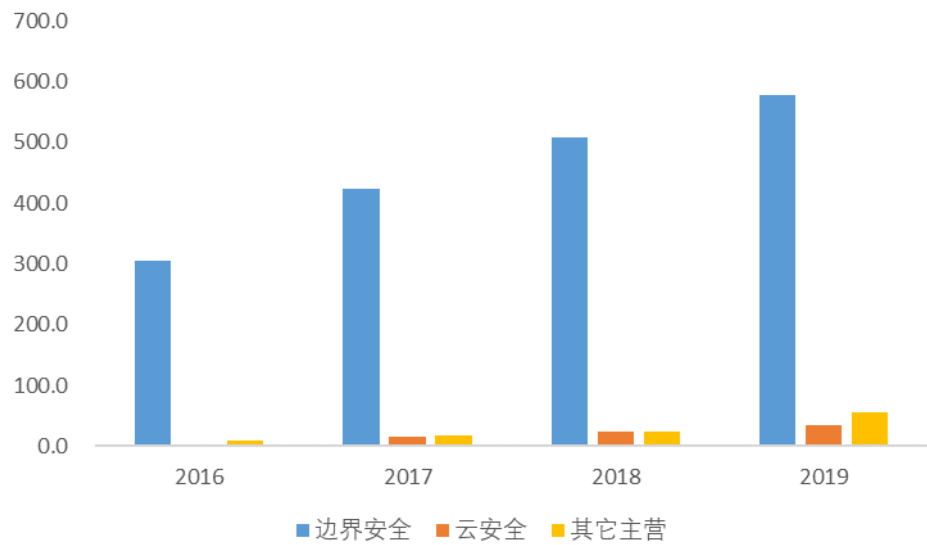


资料来源: 公司公告, 渤海证券

从营收来看, 公司主要产品类别近几年均保持了稳健增长的态势。

请务必阅读正文之后的免责声明

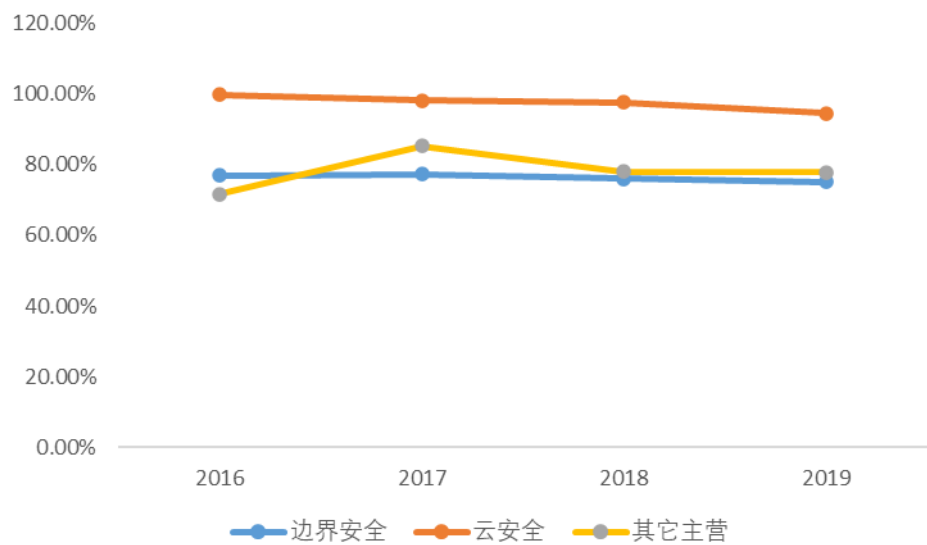
图 7: 山石网科 2016-2019 主要产品营收情况(单位: 百万元)



资料来源: Wind, 渤海证券

从分产品的毛利率来看, 云安全的毛利率最高, 近几年一直在 90%以上, 边界安全和其它主营产品的毛利率想差不多, 近几年来均保持在 70%以上。

图 8: 山石网科 2016-2019 分产品毛利率



资料来源: Wind, 渤海证券

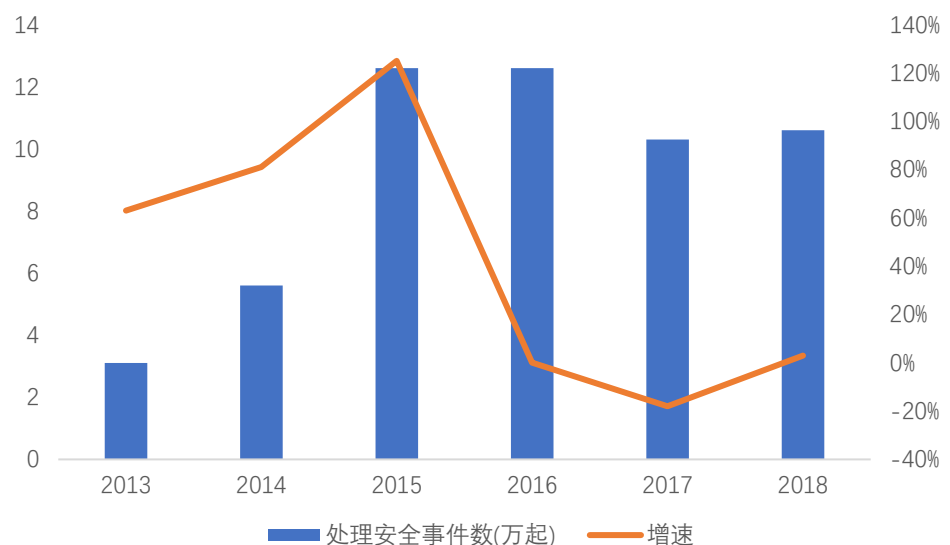
2.政策助力，网络安全行业方兴未艾

2.1 网络安全威胁不断，行业亟需加强

随着 IT 技术和移动互联网、物联网的快速发展，新的应用场景不断出现，社会面临的网络环境更加复杂。技术的创新在方便人们工作生活的同时，客观上导致了网络安全威胁的加剧，从而不断拉动对信息安全行业的需求。

近年来，我国网络安全事件频发，根据 CNCERT/CC 数据，在 2018 年，CNCERT/CC 共处理网络安全事件共 10.6 万余起，近两年网络安全事件相比 2016 年数量有所下降，但整体形势依旧严峻。同时，2019 年 CNVD 新收录通用软硬件漏洞数量达 16,193 个，同比增长 14.0%，影响范围从传统互联网到移动互联网，从操作系统、OA 等软件到 VPN 设备、家用路由器等网络硬件设备，以及芯片、SIM 卡等底层硬件，广泛影响我国基础软硬件安全及其上的应用安全，加强网络安全刻不容缓。

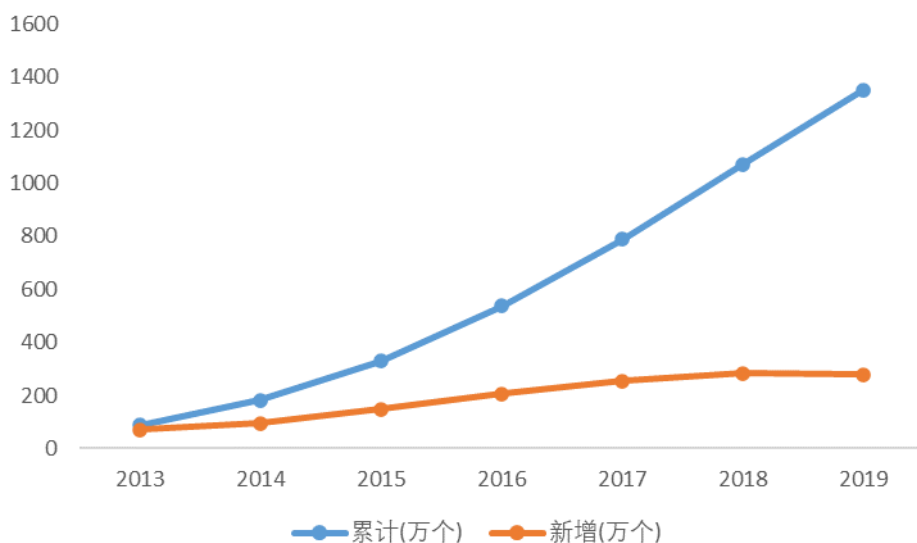
图 9：2013-2018CNCERT 网络安全事件处理情况



资料来源：CNCERT/CC，渤海证券

根据 CNCERT/CC 数据，2019 年，CNCERT 通过自主捕获和厂商交换新增获得移动互联网恶意程序数量 279 万余，数量依旧维持在高位，通过对恶意程序的恶意行为统计发现，排名前三的仍然是流氓行为类、资费消耗类和信息窃取类，占比分别为 36.1% 33.2% 和 11.6%。

图 10: 2013-2019 移动互联网恶意程序捕获数量



资料来源: CNCERT/CC, 渤海证券

2.2 政策助力，网络安全前景广阔

近年来，我国一直对网络安全行业支持力度较大，特别是近几年来密集出台了多项推进产业发展和网络安全人才培养的法律法规与监管要求，以及各种支持政策来促进行业发展。2017 年《网络安全法》的正式实施、等保 2.0 标准的逐渐建立为行业的发展增添了新的动力。

表 2: 2016 年至今部分重要网络安全政策

时间	政策文件	要点
2019 年 10 月	《中华人民共和国密码法》	将规范密码应用和管理，促进密码事业发展，保障网络与信息安全，提出了国家对密码实行分类管理
2019 年 5 月	《网络安全等级保护技术 2.0 版本》	提出了对云计算安全、移动互联网安全、物联网安全和工业控制系统安全扩展要求。为落实信息安全工作提出了新的要求。
2019 年 3 月	《中央企业负责人经营业绩考核办法》	将网络安全纳入考核范围
2018 年 3 月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	《意见》重点强调要推动网信事业和资本市场协调发展，保障国家网络安全和金融安全，促进网信和证券监督工作联动。
2017 年 1 月	《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020 年）》	指导信息通信行业开展“十三五”期间网络信息安全工作，更好地服务网络强国建设和全面建成小康社会的目标要求，服务国家和社会稳定的大局，
2017 年 1 月	《关于促进互联网健康有序发展的意见》	《意见》要求要加快完善市场准入制度，提升网络安全保障水平，维护用户合法权益、打击网络违法犯罪、增强网络管理能力，防范移动互联网安全风险；
2016 年 12 月	《国家网络空间安全战略》	明确国家网络空间安全工作的战略任务、维护国家安全、保护关键信息基础设施、加强网络文化建设、打击网络恐怖和违法

2016 年 11 月 《网络安全法》

犯罪、完善网络治理体系、夯实网络安全基础、提升网络空间防护能力、强化网络空间国际合作。

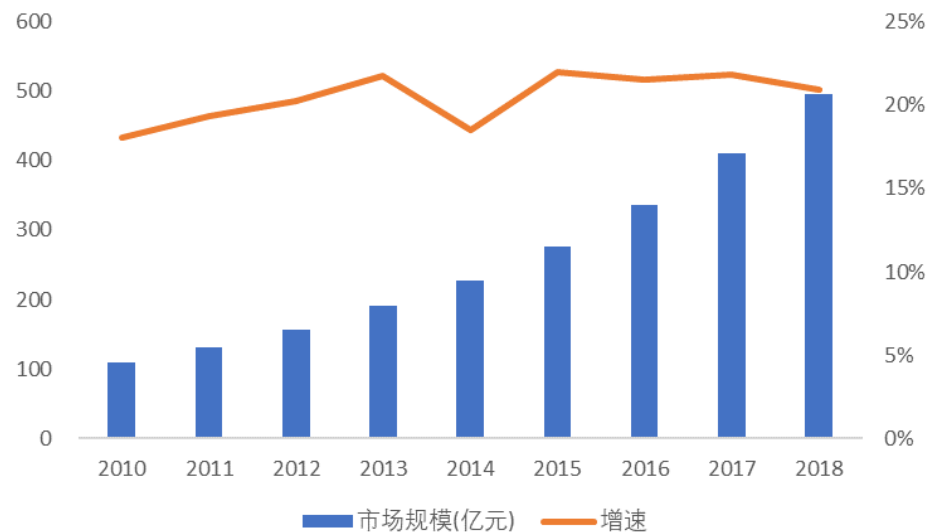
《中华人民共和国网络安全法》正式发布，并于 2017 年 6 月 1 日开始实施。强调了金融、能源、交通、电子政务等行业在网络安全等级保护制度的建设，是我国第一部网络空间管理方面的基础性法律；

资料来源：政府网站，渤海证券

2019 年 12 月，网络安全等级保护技术 2.0 正式实施，相比 10 年前的等保 1.0，等保 2.0 提出了对云计算安全、移动互联网安全、物联网安全和工业控制系统安全扩展要求。2019 年 10 月通过的密码法，指明了国产密码产业未来发展方向，多重因素叠加，网络安全行业迎来了发展新机遇。

近年来，在云计算、物联网、大数据、工业互联网和 5G 等新兴技术的催化以及政策支持下，我国网络安全市场迎来快速发展期，中国网络安全应用市场广泛，其中政府、电信与金融领域应用网络安全产品和服务最多，同时工控安全与数据安全正成为新的增长极。根据赛迪顾问的数据，从 2010 到 2018 年，我国信息安全行业维持在年均 20%左右的增长率，整体市场在 2018 年达到 495 亿元，增速约 21%，网络安全行业未来仍有望维持较高的行业增速。

图 11：网络安全行业 2010-2018 年市场规模及增速



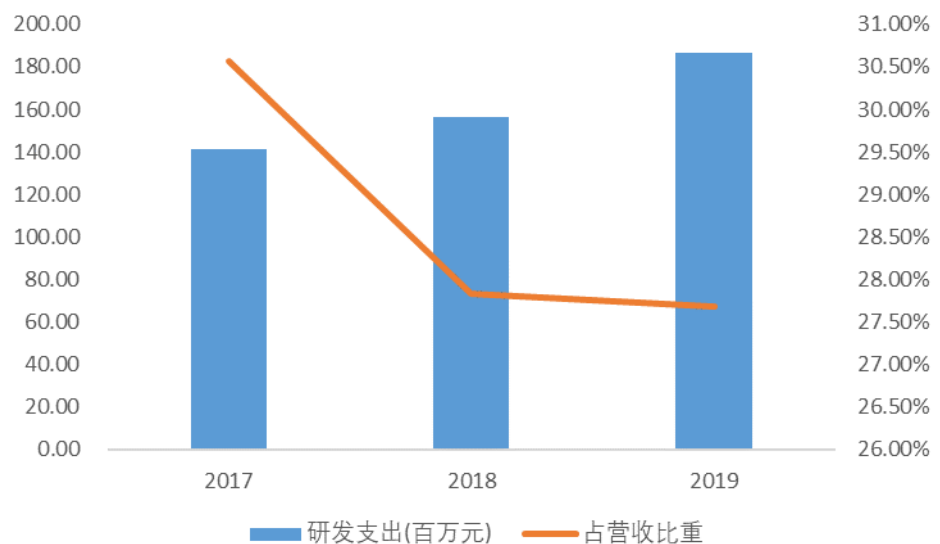
资料来源：赛迪顾问，渤海证券

3. 细分行业领先，核心产品表现亮眼

3.1 研发投入持续加强，核心产品表现亮眼

作为一家高技术企业，研发一直是公司的投入重点，近几年来看，公司对研发投入总额在持续快速增长，占营收比重一直在 27% 以上。长期专注的研发投入取得了丰硕的成果，截止到 2019 年底，公司拥有 18 项自主研发的核心技术，其中“大数据安全态势感知技术”为 2019 年内新增的核心技术，该技术基于大数据智能检测引擎，对企业的多维数据流量进行采集、分析及挖掘，呈现全局网络安全及威胁态势。

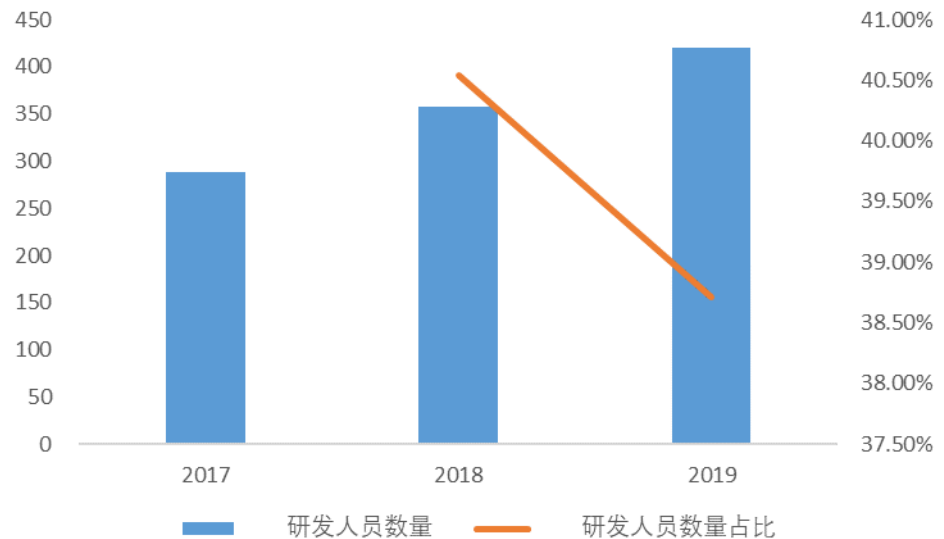
图 12：山石网科 2017-2019 研发支出及占营收比重



资料来源：公司公告，渤海证券

在大力的研发投入下，研发人员数量也在持续增加，从 2017 年的 289 人快速增长到 2019 年的 420 人。

图 13: 山石网科 2017-2019 年研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，渤海证券

持续的研发投入增长以及不断补充新的研发人员，增加了自身的技术储备，有助于公司进一步加强在网络安全领域的领先优势，夯实未来进一步快速发展基础。

在边界安全领域,公司的边界安全解决方案可广泛应用于数据中心、互联网出口、网络隔离、多服务器、VPN 接入等多种应用场景,可广泛应用于金融、政府、运营商、互联网、教育、医疗卫生等各个行业。在强大的研发投入下,公司在信创领域发布了国产芯片高性能安全平台 K9180,整机可以达到 300Gbps 的峰值性能,处于国内领先水平,同时,公司发布了采用国产关键元器件和国产操作系统的入侵防御系统 S2680-GC,具有较高的国产化程度,适配具有国产化需求的用户产品,随着信创行业的持续发展,公司在该领域有望迎来较快落地增长时期。

在云安全领域,山石网科是国内较早进入云安全领域的安全厂商之一。公司的主要产品包括: 1) 山石云·界,用于虚拟化下一代防火墙产品; 2) 山石云·格: 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; 3) 山石云·集: 安全网元管理系统。随着云计算行业的快速发展,云安全的需求显著提升,公司在此领域拥有较早的卡位优势,业务有望迎来快速增长。

3.2 细分行业领先，拥有技术领先优势

网络安全行业的细分行业众多,集中度较低,公司在国内网络安全的竞争者包括华为、奇安信、天融信、深信服、迪普科技、启明星辰、绿盟科技和新华三等。

公司在单项产品技术上具有较强的研发能力,多项产品具备国际先进水平。公司

企业级下一代防火墙、数据中心防火墙、内网安全检测系统、微隔离和可视化等产品具有很强的市场竞争力。

根据 Gartner 报告，山石网科下一代防火墙产品表现优异，连续 6 年入选 Gartner 全球网络防火墙魔力象限报告，连续 2 年入选 Gartner 亚太区防火墙魔力象限报告。公司网络入侵检测和防御系统 IDS/IPS 产品被纳入 Gartner 入侵检测和防御系统市场指南的代表性供应商。

根据 Gartner 发布的《全球网络流量分析市场指南》，山石网科的威胁检测系统产品山石智·感，入选全球网络安全分析市场代表厂商目录，成为唯一入选的中国厂商。

表 3: 山石网科与 A 股上市的主要竞争对手的对比分析

公司名称	主要产品线	销售渠道	客户构成	2019 营收及利润
深信服	信息安全、云计算、基础网络和物联网	渠道代理销售为主、直销为辅	政府部门、医疗和教育等事业单位、各类金融机构、电信运营商、能源、各行业商企组织等	营收：45.90 亿元，净利润：7.59 亿元
启明星辰	安全产品、安全运营与服务	直销/泛直销业务为主，渠道业务为辅	覆盖政府（包括政法、公安）、电信、金融、制造业、能源、交通、医疗、教育、传媒等各个行业	营收：30.89 亿元，净利润：6.88 亿元
绿盟科技	安全研究、安全产品、安全解决方案、安全服务、安全运营等	采用直销与渠道代理销售相结合的方式	覆盖政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业的企业级用户	营收：16.71 亿元，净利润：2.27 亿元
迪普科技	网络安全产品、应用交付产品及基础网络产品	渠道销售和直签销售相结合的方式，并以渠道销售为主	政府、运营商、电力能源、教育、医疗、金融和其他大型企业构成	营收：8.04 亿元，净利润：2.52 亿元
山石网科	下一代防火墙、入侵检测和防御系统、安全审计平台、安全管理平台、云沙箱、微隔离与可视化、虚拟化防火墙、Web 应用防火墙等网络安全软硬件产品	渠道代理销售与直销相结合，以渠道代理为主。	金融、电信运营商、政府、互联网企业、教育等行业客户。	营收：6.75 亿元，净利润：0.91 亿元

资料来源：各公司公告，渤海证券

在产品技术特点和技术水平上面，公司采用“多处理器分布式并行安全处理技术”与“高端硬件系统设计技术”相融合开发的技术路线所形成的产品使公司拥有了高性能、高稳定性、高可持续性发展的巨大优势，而且技术难度大、门槛较高，不易被超越。通过聚焦于优势细分领域，不断扩张产品线，为公司持续成长夯实了基础。

3.3 直销与渠道代理相结合，渠道代理为主

从销售模式上来看，山石网科销售采用直销和渠道代理销售相结合的模式，并以渠道代理为主的经营模式。

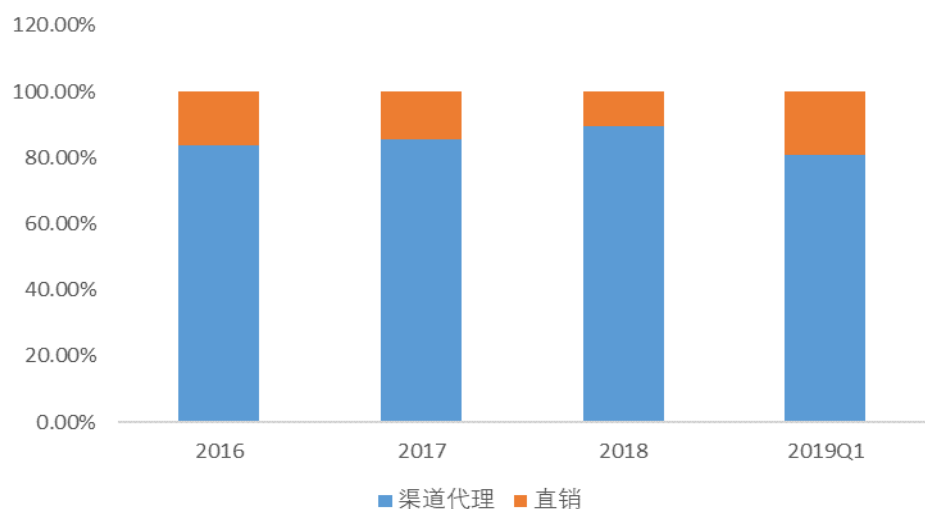
表 4：山石网科销售类型及特点

类型	销售方式
渠道代理	渠道代理商分为总代理商、战略行业 ISV 和金牌、银牌渠道代理商。其中，总代理商及战略行业 ISV 可以直接向山石网科进行采购。一般情况下，金牌、银牌代理商直接与总代理商签订订单合同，并通过总代理商下单提货。渠道代理销售均为买断模式，因
产品销售	
直销	公司通过参与招投标、邀标谈判的方式获取直销客户，主要客户是部分电信运营商、金融机构及大型企业。采取直销模式，便于公司安排专业销售及技术人员为客户提供更好的服务

资料来源：公司公告，渤海证券

公司通过渠道代理的收入在 2018 年达到 89.5%。

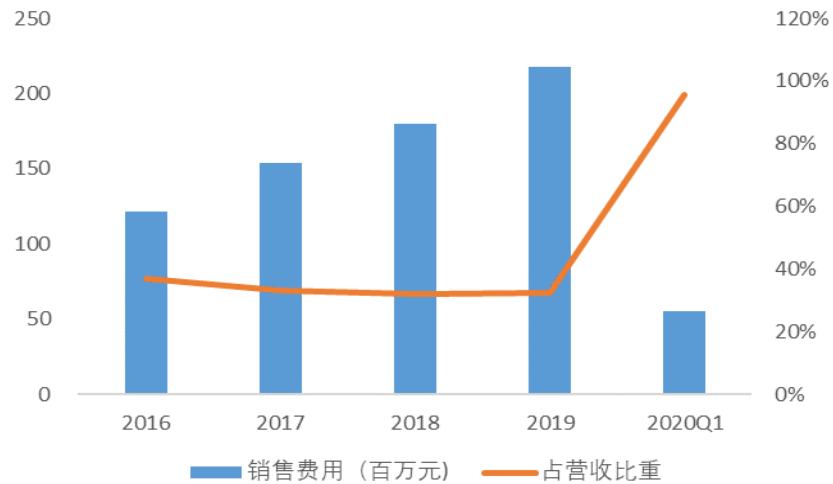
图 14：山石网科 2016-2019Q1 直销和渠道代理的占比



资料来源：公司招股说明书，渤海证券

上的投入，销售费用有望持续增长，但随着公司营收的快速增长，销售费用占营收比重有望维持基本稳定。

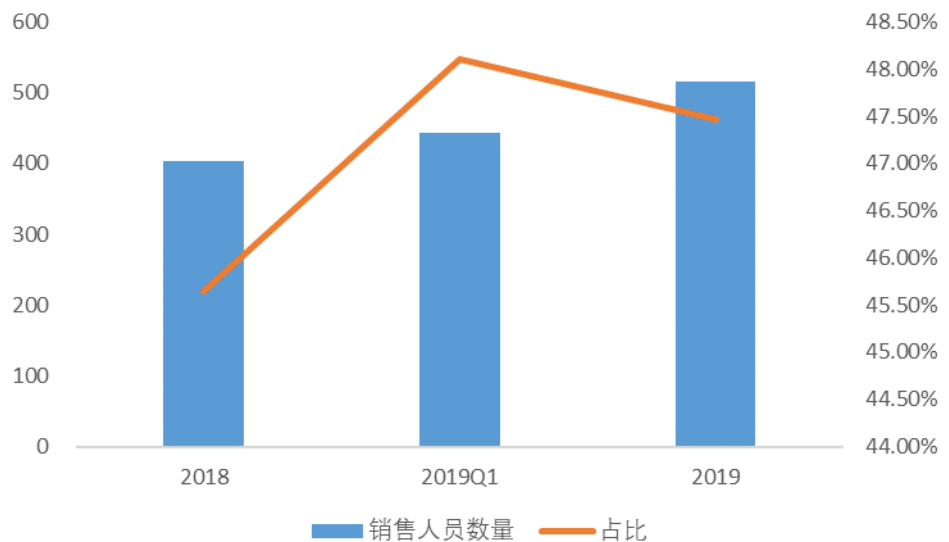
图 15: 山石网科 2016-2020Q1 销售费用及占营收比重



资料来源: wind, 渤海证券

从销售人员来看，公司的销售人员从 2018 年的 403 人增长到了 2019 年的 515 人，公司加大了销售力量的投入。随着公司加大销售投入，为公司持续增长夯实了基础。

图 16: 山石网科 2018-2019 年销售人员数量及占比



资料来源: wind, 渤海证券

4.盈利预测和投资评级

假设条件 1 (收入预测): 受政策驱动, 网络安全行业快速发展将继续拉动对安全产品的需求; 公司产品在下一代防火墙, 云安全等网络安全细分领域中具有技术上的优势, 行业处于快速发展阶段以及公司加大研发销售力度有助于公司获得较快发展。综合以上判断, 预计 2020 年-2022 年营业收入增长分别为 26.4%、25.5% 和 25.0%。

假设条件 2 (毛利率): 公司网络安全产品在技术和渠道上的优势预计将继续保持, 而且公司的主要下游客户属于政府、金融等企业客户, 对产品质量的关注度要高于对产品价格的, 因此公司的产品毛利率有望维持基本稳定, 我们预计公司 2020 年-2022 年毛利率分别为 76.3%、75.9%和 75.6%。

假设条件 3 (净利率): 由于公司在营业模式和产品结构上较为稳定, 业务方向和销售模式短期内不会发生显著变化, 因此我们预计公司 2020 年-2022 年公司的净利率基本稳定, 分别为 14.8%、14.9%和 14.6%。

根据上述假设, 预计 2020、2021、2022 年 EPS 分别为 0.70 元、0.89 元和 1.08 元, 基于此, 给予“买入”评级。

5.风险提示

网络安全行业需求落地存在不确定性，公司新产品研发推广进度存在不确定性等。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华

+86 10 6810 4898

张源

+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

电力设备与新能源行业研究

郑连声

+86 22 2845 1904

滕飞

+86 10 6810 4686

电子行业研究

徐勇

+86 10 6810 4602

邓果一

+86 22 2383 9154

医药行业研究小组

徐勇

+86 10 6810 4602

甘英健

+86 22 2383 9063

陈晨

+86 22 2383 9062

张山峰

+86 22 2383 9136

非银金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

王磊

+86 22 2845 1802

通信行业研究

徐勇

+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭

+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑞

+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁

+86 22 2387 3123

马丽娜

+86 22 2386 9129

张婧怡

+86 22 2383 9130

金融工程研究

宋旻

+86 22 2845 1131

张世良

+86 22 2383 9061

陈菊

+86 22 2383 9135

金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券

+86 22 2383 9026

刘精山 货币政策与债券市场

+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)

+86 22 2845 1625

李思琦

+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

王文君

+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华

+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn