

证券研究报告—动态报告

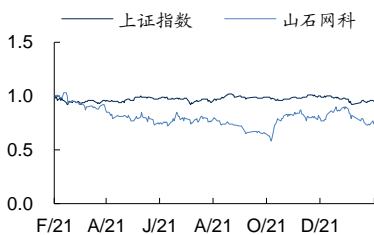
信息技术

软件与服务

山石网科(688030)
买入
2021 业绩快报点评

(维持评级)

2022 年 02 月 23 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)	180/100
总市值/流通(百万元)	4,778/2,655
上证综指/深圳成指	3,457/13,297
12个月最高/最低(元)	38.17/20.83

相关研究报告:

《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

《山石网科-688030-2020 年报和一季报点评: 研发持续高强度投入, 新硬件平台有望成为转折点》——2021-04-22

《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

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码: 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码: 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

全年保持高增长, 内部改革已现成效

● 全年收入保持 40% 以上增速, 毛利率有望持续提升

2021 年公司实现收入 10.27 亿元 (+41.57%), 归母净利润为 0.75 亿元 (+25.22%), 扣非归母净利润为 0.54 亿元 (+42.30%)。单 Q4 来看, 实现收入 4.24 亿元 (+36.77%), 在 Q3 达到 60% 增速后, 依然保持了较高增速。由于股权支付影响, 对公司归母净利润影响约为 1686 万元, 剔除该影响后, 2021 年归母净利润达到 9228 万元, 同比增长 52.36%。前三季度公司毛利率逐季回升, 全年有望保持较高水平。

● 三维互锁改革已有成效, 2021 年成为发展拐点

2021 年公司实行了“三维互锁”, 实现业务线、销售线、行业线的绑定协作, 进一步加大了销售和研发投入, 整体费用保持了较高的增长, 也取得了较好的成果。公司近年来持续扩充产品线, 21 年开始, 解决方案能力得以明显提升, 叠加前期增长的人员逐步提升效能, 内部激励机制理顺后, 公司增长动力已恢复。

● 持续加大投入, 产品再升级, 金融信创有望受益

公司在 2021 年继续加大了研发投入, 防火墙也是首次进入 Gartner 挑战者象限。同时, 公司仍推出较多创新产品, 如容器安全、XDR 方案、高校安全实训平台等。在高端市场上, 公司具备优势, 尤其金融信创背景下, 公司高性能防火墙等产品有望充分受益。公司在 2021 年中推出 A 系列产品, 不断提升产品性价比, 加大中低端市场渗透力度。公司布局 FPGA 技术, 在不增加整机硬件成本的情况下, 提升产品的端口数量、转发性能和流量识别性能, 进而提升下一代防火墙的整机性价比; 同时公司进一步转化为 ASIC 芯片, 该技术壁垒较高, 全球只有 Fortinet 最为精通, 公司创始团队与 Fortinet 师出同门, 有望成功复制。

● 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。

基于业绩快报, 预测 2021-2023 年收入为 10.28/14.42/19.57 亿元, 增速为 42%/40%/36%, 归母净利润 0.75/1.30/2.12 亿元。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

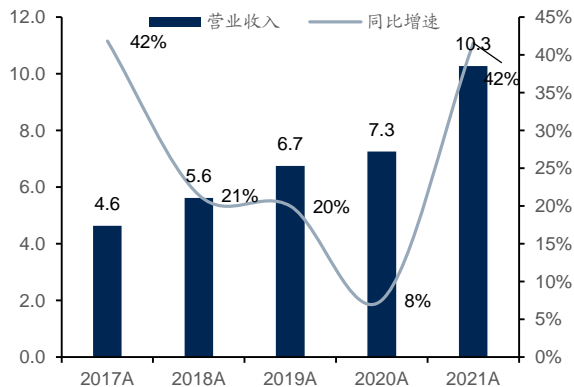
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	675	725	1,028	1,442	1,957
(+/-%)	20.0%	7.5%	41.7%	40.3%	35.7%
净利润(百万元)	91	60	75	130	212
(+/-%)	32.1%	-33.8%	24.8%	73.1%	63.2%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.33	0.42	0.72	1.18
EBIT Margin	35.1%	32.0%	4.2%	6.8%	9.2%
净资产收益率(ROE)	6.6%	4.2%	5.1%	8.2%	12.0%
市盈率(PE)	42.8	64.7	63.6	36.7	22.5
EV/EBITDA	16.4	16.7	108.4	53.6	31.4
市净率(PB)	2.8	2.74	3.21	2.99	2.70

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

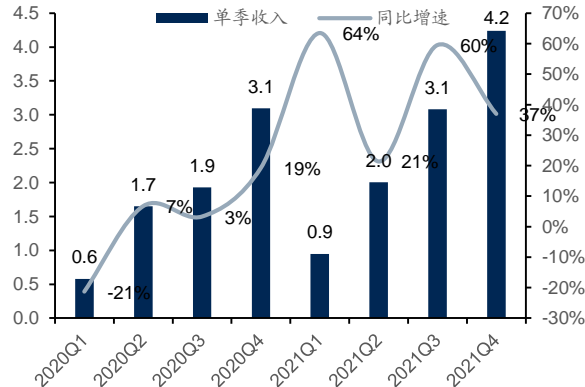
2021 年收入保持 40% 以上增长。2021 年公司实现收入 10.27 亿元(+41.57%)，归母净利润为 0.75 亿元(+25.22%)，扣非归母净利润为 0.54 亿元(+42.30%)。单 Q4 来看，实现收入 4.24 亿元(+36.77%)，在 Q3 达到 60% 增速后，依然保持了较高增速。由于股权激励影响，对公司归母净利润影响约为 1686 万元，剔除该影响后，2021 年归母净利润达到 9228 万元，同比增长 52.36%。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



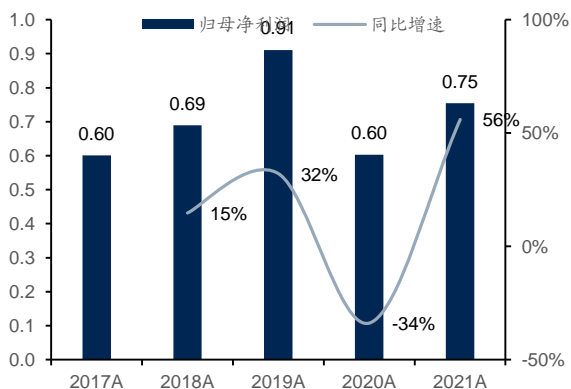
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



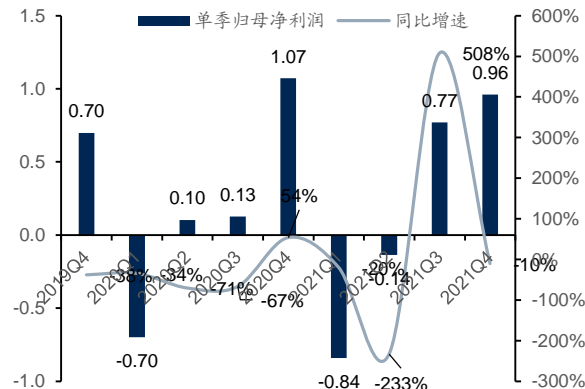
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

投资建议：维持“买入”评级。基于业绩快报，预测 2021-2023 年收入为 10.28/14.42/19.57 亿元，增速为 42%/40%/36%，归母净利润 0.75/1.30/2.12 亿元。维持“买入”评级

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210222	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
300768	迪普科技	36.20	155.39	0.7	0.9	1.2	1.5	52.5	40.2	30.9	24.5	14.4	1.30	买入
688030	山石网科	26.51	47.78	0.3	0.4	0.7	1.2	80.3	63.1	36.8	22.5	5.15	2.52	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	1028	1442	1957
应收款项	478	648	909	1233	营业成本	224	277	381	510
存货净额	97	122	169	227	营业税金及附加	6	8	11	15
其他流动资产	98	45	63	86	销售费用	222	339	461	607
流动资产合计	1494	1835	2161	2566	管理费用	41	360	491	646
固定资产	52	49	43	35	财务费用	(3)	(9)	(4)	(1)
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)	35	45	55
资产总计	1794	2142	2472	2879	营业利润	51	79	137	223
短期借款及交易性金融负债	0	219	290	336	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	192	92	127	170	利润总额	50	79	137	223
其他流动负债	160	333	454	602	所得税费用	(10)	4	7	11
流动负债合计	351	643	871	1108	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	60	75	130	212
其他长期负债	17	11	5	(0)					
长期负债合计	17	11	5	(0)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	369	654	876	1108	净利润	60	75	130	212
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(1)	资产减值准备	(5)	(1)	(1)	(1)
股东权益	1425	1488	1596	1772	折旧摊销	23	7	7	8
负债和股东权益总计	1794	2142	2472	2879	公允价值变动损失	(9)	8	10	12
					财务费用	(3)	(9)	(4)	(1)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(267)	(76)	(176)	(222)
	2020	2021E	2022E	2022E	其它	5	1	1	1
每股收益	0.33	0.42	0.72	1.18	经营活动现金流	(193)	14	(28)	10
每股红利	0.06	0.07	0.12	0.20	资本开支	(39)	(11)	(11)	(11)
每股净资产	7.91	8.26	8.85	9.83	其它投资现金流	(20)	0	0	0
ROIC	20%	3%	5%	9%	投资活动现金流	(68)	(21)	(21)	(21)
ROE	4%	5%	8%	12%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	69%	73%	74%	74%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	4%	7%	9%	支付股利、利息	(10)	(13)	(22)	(36)
EBITDA Margin	35%	5%	7%	10%	其它融资现金流	7	219	71	46
收入增长	8%	42%	40%	36%	融资活动现金流	(13)	206	49	10
净利润增长率	-34%	25%	73%	63%	现金净变动	(274)	199	0	(0)
资产负债率	21%	31%	35%	38%	货币资金的期初余额	1075	801	1000	1000
息率	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	货币资金的期末余额	801	1000	1000	1000
P/E	79.3	63.6	36.7	22.5	企业自由现金流	(2)	(39)	(86)	(54)
P/B	3.4	3.2	3.0	2.7	权益自由现金流	5	188	(12)	(7)
EV/EBITDA	20.2	108.4	53.6	31.4					

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 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