

# 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%

### 核心观点

2021年公司呈现积极反转, 2022年一季度收入增速超50%。2021年公司实现收入10.27亿元(+41.57%), 归母净利润0.76亿元(+25.39%), 扣非归母净利润0.54亿元(+41.68%)。如剔除股份支付影响, 公司归母净利润为0.95亿元(+56.18%)。公司从21年下半年开始, 内部机制, 产品升级, 解决方案等逐步落地, 整体呈现明显反转趋势。2022Q1, 公司实现收入1.45亿元(+52.97%), 归母净利润-0.72亿元(减亏14.71%), 扣非归母净利润-0.76亿元(减亏10.56%)。

**自有安全产品增速更快, 金融行业占比进一步提升。**分产品来看, 公司自有安全产品收入9.72亿元(+46.36%), 集成业务0.45亿元(-17.08%); 其中边界安全产品7.57亿元(+41.35%), 云安全0.52亿元(+12.06%), 其他安全产品2.09亿元(+52.22%)。同时, 公司也在加大海外市场投入, 21年收入达到0.51亿元(+100%), 海外市场也是当前公司重要战略之一。公司进一步优化“行业拓展+区域与渠道+产品业务”三维互锁机制, 确定了以金融、运营商、互联网、医疗、教育为代表的重点行业开拓目标。公司在边界安全竞争优势基础上, 逐步向安全服务、应用交付、态势感知、信创等产品业务线横向扩展与渗透, 2021年金融行业收入2.55亿元(+51.11%)。

**毛利率提升, 加大人员和费用投入。**21年公司对原硬件平台进行升级, 推出A系列高性价比产品, 自有安全产品毛利率进一步提升, 公司毛利率为73.25%(+4.18pct)。2021年公司加大人员招聘, 总员工达到1808人(+33.83%), 其中纯销售岗位487人(+42.82%); 研发人员611人(+25%), 其中硕士及以上学历占比36.5%。因此费用率方面, 2021年销售费用率33.58%(+2.95pct)、管理费用率6.59%(+0.88pct)、研发费用率29.14%(-0.12pct)。

**金融信创有望受益, 安全芯片战略值得期待。**公司在高端防火墙市场优势明显; 2021年也成为国内首次进入Gartner挑战者象限的厂商。金融依然是公司第一大行业, 公司有望充分受益于金融信创的发展。公司也在积极推动安全芯片战略, 将具有转发和加速功能的FPGA模块引入硬件系统中, 显著提升公司高端硬件系统的竞争力, 为进一步提升市场占有率奠定基础; 未来有望以Fortinet为榜样, 进一步向ASIC落地。

**风险提示:** 疫情反复影响公司正常经营节奏, 行业竞争加剧等。

**投资建议:** 维持“买入”评级。预计2022-2024年营业收入为14.18/19.15/24.70亿元, 增速分别为38%/35%/29%, 归母净利润为1.30/2.06/2.95亿元, 对应当前PE为24/15/11倍, 维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	725	1,027	1,418	1,915	2,470
(+/-%)	7.5%	41.6%	38.0%	35.1%	29.0%
净利润(百万元)	60	76	130	206	295
(+/-%)	-33.8%	25.4%	72.2%	58.2%	43.4%
每股收益(元)	0.33	0.42	0.72	1.14	1.64
EBIT Margin	2.7%	3.1%	5.9%	8.2%	9.7%
净资产收益率(ROE)	4.2%	5.0%	8.1%	11.7%	14.9%
市盈率(PE)	52.4	41.8	24.2	15.3	10.7
EV/EBITDA	82.6	54.4	34.4	22.4	16.0
市净率(PB)	2.21	2.09	1.96	1.79	1.59

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: 库宏焱

021-60875168

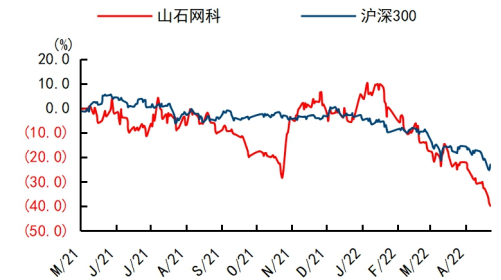
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.50元
总市值/流通市值	3150/1750百万元
52周最高价/最低价	32.89/16.66元
近3个月日均成交额	26.71百万元

#### 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-688030-2021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

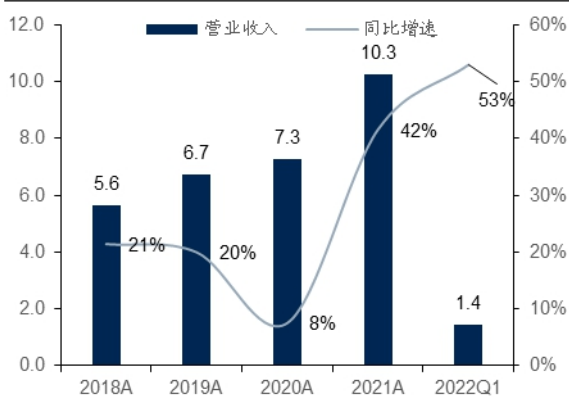
《山石网科-688030-2021 中报点评: 营收稳定增长, 新机制逐步显现》——2021-09-03

《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

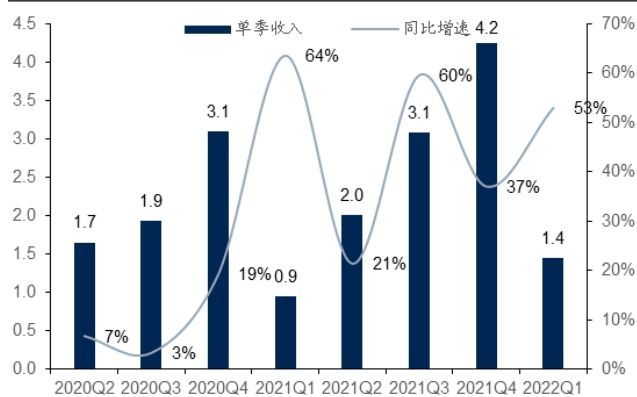
全年保持较高增长，22 年一季度增速超 50%。2021 年公司实现收入 10.27 亿元（+41.57%），归母净利润 0.76 亿元（+25.39%），扣非归母净利润 0.54 亿元（+41.68%）。如剔除股份支付影响，公司归母净利润为 0.95 亿元（+56.18%）。公司从 21 年下半年开始，内部机制，产品升级，解决方案等逐步落地，整体呈现明显反转趋势。2022Q1，公司实现收入 1.45 亿元（+52.97%），归母净利润-0.72 亿元（减亏 14.71%），扣非归母净利润-0.76 亿元（减亏 10.56%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



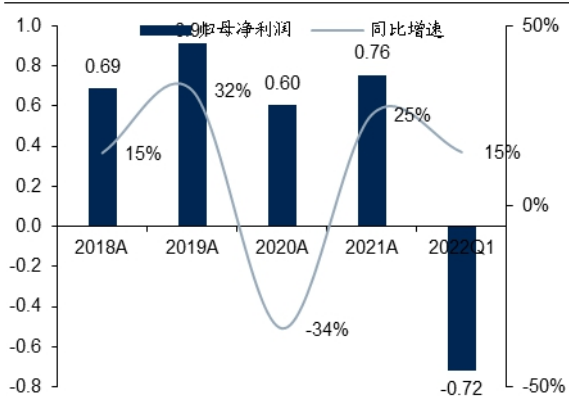
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



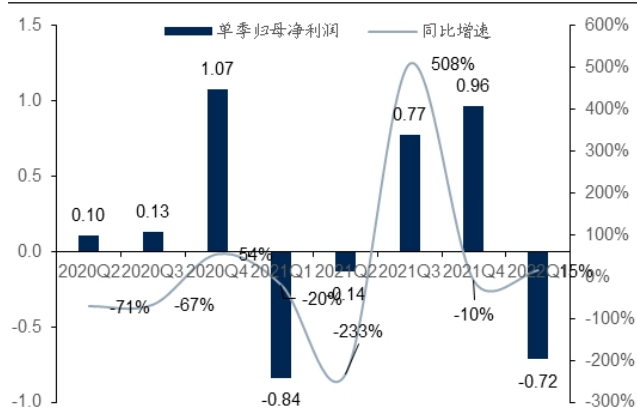
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

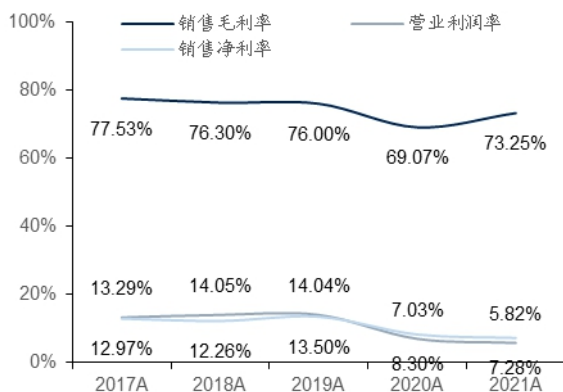
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

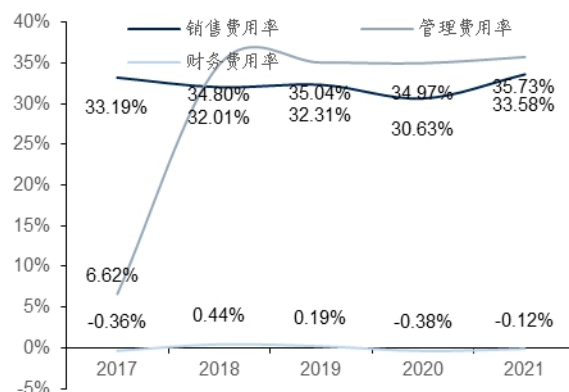
毛利率提升，持续加大人员和费用投入。21 年公司对原硬件平台进行升级，推出 A 系列高性价比产品，自有安全产品毛利率进一步提升，公司毛利率为 73.25%（+4.18pct）。2021 年公司加大人员招聘，总员工达到 1808 人（+33.83%），其中纯销售岗位 487 人（+42.82%）；研发人员 611 人（+25%），其中硕士及以上学历占比 36.5%。因此费用率方面，2021 年销售费用率 33.58%（+2.95pct）、管理费用率 6.59%（+0.88pct）、研发费用率 29.14%（-0.12pct）。

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

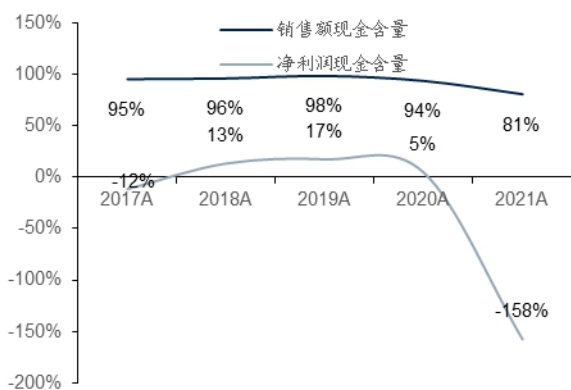
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 8.28 亿元, 销售额现金含量有所下降。同时, 公司购买商品等支付的现金流出同比增加了约 1.92 亿元, 导致经营活动产生的现金流量净额为负。公司应收账款周转天数整体保持在正常区间, 加大原材料备货的背景下, 公司存货整体有所增长。

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:** 预计 2022-2024 年营业收入为 14.18/19.15/24.70 亿元, 增速分别为 38%/35%/29%, 归母净利润为 1.30/2.06/2.95 亿元, 对应当前 PE 为 24/15/11 倍, 维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
002439	启明星辰	16.49	153.95	0.9	1.2	1.5	1.8	17.9	14.2	11.2	9.1	12.8	0.55	买入
688030	山石网科	17.50	31.54	0.4	0.7	1.1	1.6	41.7	24.3	15.4	10.7	5.0	0.34	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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	801	470	500	600	600	营业收入	725	1027	1418	1915	2470
应收款项	478	749	1010	1311	1624	营业成本	224	275	371	496	636
存货净额	97	133	181	232	293	营业税金及附加	6	9	12	16	21
其他流动资产	98	93	128	173	224	销售费用	222	345	468	613	766
<b>流动资产合计</b>	<b>1494</b>	<b>1555</b>	<b>1929</b>	<b>2428</b>	<b>2851</b>	管理费用	41	68	87	113	140
固定资产	52	249	224	198	171	研发费用	212	299	397	521	667
无形资产及其他	12	42	42	41	40	财务费用	(3)	(1)	(5)	(1)	(1)
投资性房地产	227	89	89	89	89	投资收益	17	5	0	0	0
长期股权投资	10	8	7	5	4	资产减值及公允价值变动	9	11	(10)	(10)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>1794</b>	<b>1944</b>	<b>2291</b>	<b>2761</b>	<b>3156</b>	其他收入	(210)	(289)	(347)	(466)	(607)
短期借款及交易性金融负债	0	18	96	209	162	营业利润	51	60	128	203	291
应付款项	192	161	229	311	404	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	160	219	301	400	507	<b>利润总额</b>	<b>50</b>	<b>59</b>	<b>128</b>	<b>203</b>	<b>291</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>351</b>	<b>398</b>	<b>626</b>	<b>920</b>	<b>1072</b>	所得税费用	(10)	(16)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(1)	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	17	39	61	83	105	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>60</b>	<b>76</b>	<b>130</b>	<b>206</b>	<b>295</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>17</b>	<b>39</b>	<b>61</b>	<b>83</b>	<b>105</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>369</b>	<b>437</b>	<b>687</b>	<b>1004</b>	<b>1178</b>	净利润	60	76	130	206	295
少数股东权益	(0)	(1)	(2)	(4)	(7)	资产减值准备	(5)	2	(1)	(1)	(1)
股东权益	1425	1507	1606	1761	1984	折旧摊销	23	34	28	29	29
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1794</b>	<b>1944</b>	<b>2291</b>	<b>2761</b>	<b>3156</b>	公允价值变动损失	(9)	(11)	10	10	10
						财务费用	(3)	(1)	(5)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(267)	(112)	(174)	(196)	(203)
每股收益	0.33	0.42	0.72	1.14	1.64	其它	5	(2)	(0)	(1)	(2)
每股红利	0.06	0.10	0.18	0.28	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>(193)</b>	<b>(14)</b>	<b>(7)</b>	<b>47</b>	<b>129</b>
每股净资产	7.91	8.36	8.91	9.77	11.01	资本开支	0	(242)	(11)	(11)	(11)
ROIC	2.04%	3.17%	6%	9%	13%	其它投资现金流	(20)	(91)	0	0	0
ROE	4.23%	5.01%	8%	12%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(30)</b>	<b>(331)</b>	<b>(9)</b>	<b>(9)</b>	<b>(9)</b>
毛利率	69%	73%	74%	74%	74%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	6%	8%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	8%	10%	11%	支付股利、利息	(10)	(18)	(32)	(50)	(72)
收入增长	8%	42%	38%	35%	29%	其它融资现金流	(31)	50	79	113	(48)
净利润增长率	-34%	25%	72%	58%	43%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(52)</b>	<b>14</b>	<b>47</b>	<b>63</b>	<b>(120)</b>
资产负债率	21%	22%	30%	36%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>(274)</b>	<b>(331)</b>	<b>30</b>	<b>100</b>	<b>0</b>
股息率	0.3%	0.6%	1.0%	1.6%	2.3%	货币资金的期初余额	1075	801	470	500	600
P/E	52.4	41.8	24.2	15.3	10.7	货币资金的期末余额	801	470	500	600	600
P/B	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	0	(279)	(73)	(22)	56
EV/EBITDA	82.6	54.4	34.4	22.4	16.0	权益自由现金流	0	(229)	10	93	9

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