

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

买入

核心观点

Q2 仍保持稳健增长，现金流改善取得初步成效。2022H1，公司实现收入 3.85 亿元（+30.40%），归母净利润-0.77 亿元（+21.18%），扣非归母净利润-0.85 亿元（+15.23%）。单 Q2 来看，公司实现收入 2.40 亿元（+19.74%），归母净利润-0.05 亿元（+61%），扣非归母净利润-0.09 亿元（+40.56%）。公司经营活动现金净流量为-1.47 亿元，同比有较大改善，主要系公司收现同比提升 65.08%，公司加强回款和现金流管理，取得初步成效。

毛利率提升明显，费用控制较好。上半年公司整体毛利率达到 70.04%，其中主营业务毛利率为 71.57%，同比增加 3.86 个百分点。随着公司硬件平台升级，以及高性价比新产品推出，21H1 开始毛利率改善显著，22Q2 单季度毛利率达到 75%。上半年公司销售、管理、研发费用同比增长 15.63%，20.40%，23.48%，均低于营收增速；Q2 费用比 Q1 仅略有增长。

加大销售市场建设，金融行业表现优异。公司近年来仍保持了较强的人员投入，21 年增长了约 34%；22 年上半年人员增速有所控制，同比 21 年底增长了约 6.4%。22H1，研发人员同比增长了 26.32%，销售市场体系增长 22.96%，其中纯销售增长 13.55%。公司加大对销售体系的支撑，已基本完成省会城市的区域销售覆盖，逐步向地市级扩张；公司渠道代理商签约数量达到 1500 余家。公司不断提高拓展综合性大项目的能力，以金融、运营商、互联网、医疗、教育为重点行业目标，22H1 金融行业收入 1.04 亿元，占收入比 26%。

防火墙优势继续巩固，产品线+解决方案+销售能力已逐步补齐。公司上半年发布了两款搭载 FPGA 芯片的智能下一代防火墙，采用全新硬件架构设计，并搭载硬件加速引擎，在 1U 的设备上实现了近 200G 小包的安全处理性能，处于业界领先水平。同时，公司已启动安全处理硬件加速 ASIC 芯片项目，目前处于功能模块联调验证阶段，ASIC 芯片推出后将大幅提升安全设备的性价比，强化公司安全产品的竞争优势。公司的产品主要部署在客户的核心网络位置，经过近年来产品线持续扩展，在信创、云安全、应用安全、数据安全、安全服务等多个领域已经不断丰富，初步具备综合性的网络安全解决方案能力。随着市场及销售能力这两年的加强建设，产品性价比进一步提升，公司在产品端有望加速向非核心网领域渗透，收入有望保持较快增长。

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 28/18/12 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)	60.9	48.6	28.2	17.8	12.4
EV/EBITDA	94.7	62.3	39.1	25.2	18.0
市净率 (PB)	2.58	2.44	2.29	2.08	1.85

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

20.37 元

收盘价

总市值/流通市值

3667/2037 百万元

52 周最高价/最低价

32.89/16.35 元

近 3 个月日均成交额

19.26 百万元

市场走势



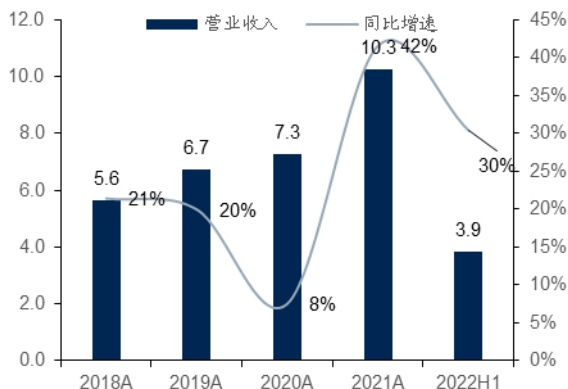
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《山石网科（688030.SH）-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：全年保持高速增长，内部改革已现成效》——2022-02-23
- 《山石网科-688030-2021 三季度报点评：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 年报和一季度报点评：研发持续高强度投入，新硬件平台有望成为转折点》——2021-04-22

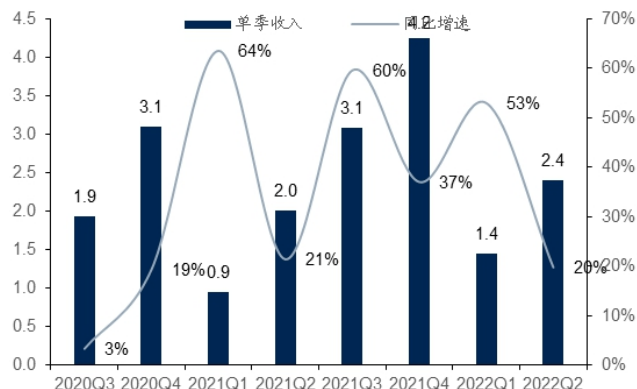
Q2 仍保持稳定增长。2022H1，公司实现收入 3.85 亿元（+30.40%），归母净利润 -0.77 亿元（+21.18%），扣非归母净利润-0.85 亿元（+15.23%）。单 Q2 来看，公司实现收入 2.40 亿元（+19.74%），归母净利润-0.05 亿元（+61%），扣非归母净利润-0.09 亿元（+40.56%）。分产品看，边界安全收入 2.59 亿元（+24.97%），云安全收入 0.26 亿元（+61.33%），其他安全收入 0.92 亿元（+31.74%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



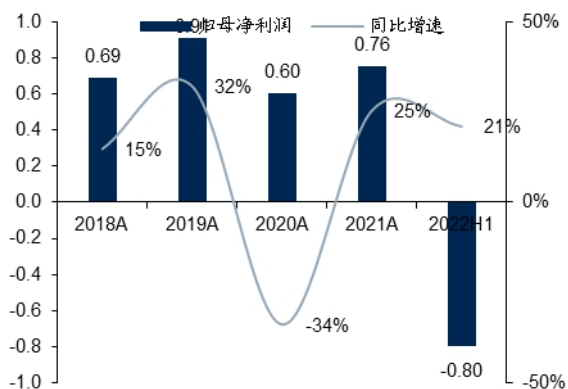
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



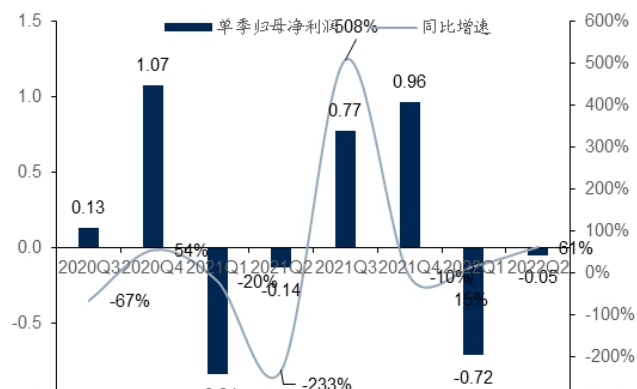
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：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 28/18/12 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		EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E				
002439	启明星辰	19.00	180.10	0.9	1.2	1.5	1.8	20.7	16.4	12.9	10.5	12.8	0.64	买入	
688030	山石网科	20.37	36.71	0.4	0.7	1.1	1.6	48.5	28.3	17.9	12.4	5.0	0.39	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
流动资产合计	1494	1555	1929	2428	2851	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)
资产总计	1794	1944	2291	2761	3156	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	利润总额	50	59	128	203	291
流动负债合计	351	398	626	920	1072	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	归属于母公司净利润	60	76	130	206	295
长期负债合计	17	39	61	83	105	现金流量表 (百万元)					
负债合计	369	437	687	1004	1178	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
负债和股东权益总计	1794	1944	2291	2761	3156	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	经营活动现金流	(193)	(14)	(7)	47	129
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%	投资活动现金流	(30)	(331)	(9)	(9)	(9)
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%	融资活动现金流	(52)	14	47	63	(120)
资产负债率	21%	22%	30%	36%	37%	现金净变动	(274)	(331)	30	100	0
股息率	0.3%	0.5%	0.9%	1.4%	2.0%	货币资金的期初余额	1075	801	470	500	600
P/E	60.9	48.6	28.2	17.8	12.4	货币资金的期末余额	801	470	500	600	600
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	0	(279)	(73)	(22)	56
EV/EBITDA	94.7	62.3	39.1	25.2	18.0	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