

圣博润 (430046)
自研软件收入快速增长, 关注重点业务方向拓展效果
基本数据

2016年8月5日	
收盘价(元)	3.48
总股本(万股)	8704
流通股本(万股)	5150
总市值(亿元)	3.03
每股净资产(元)	1.62
PB(倍)	2.15

财务指标

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入 (万元)	4563.75	5859.39	9458.16	11349.79	14187.24
净利润 (万元)	557.54	669.57	1291.40	1708.34	2214.79
毛利率 (%)	67.30	61.73	49.86	50.46	50.96
净利率 (%)	12.22	11.43	13.65	15.05	15.61
ROE (%)	17.90	17.84	17.47	17.76	18.72
EPS(元)	0.51	0.61	0.32	0.20	0.25

投资评级: 中性 (首次)

公司是一家专注于计算机网络信息安全系统软件的研究、开发、推广和维护的信息安全产品厂商及信息安全服务提供商。圣博润堡垒主机在网络安全领域一直保持着较高的行业认知度, 连续四年市场占有率第一, 作为公司主要产品之一, 将为未来数年内公司整体业绩的增长带来积极影响。

信息安全市场空间巨大。近年来, 网络安全事件频出, 形势严峻。党和国家领导人对网络安全的高度重视, 一系列涉及网络安全的法律法规和相关政策相继出台。政策红利助推行业发展, 市场潜力巨大。

在信息安全行业快速增长的背景下, 公司业绩稳健提升。随着公司研发实力的提升和品牌影响力的扩大。公司自研软件收入快速增长。

未来公司计划向物联网安全技术、工业控制安全技术、云计算安全技术三个新兴方向进行业务拓展。在政策跟踪和技术研究的基础上, 适时推出适合市场需要的新产品。上述领域, 市场潜力巨大, 有望给公司带来新的利润增长点。未来持续关注公司向上述领域的拓展效果。

盈利预测

预测公司 2016~2017 年归属于上市公司股东的净利润分别为 11349.79 万元、14187.24 万元, 每股收益分别为 0.20 元、0.25 元, 2016 年 8 月 5 日收盘价对应于公司 2016、2017 年动态市盈率分别为 17.73 倍、13.68 倍。

风险提示

市场竞争风险; 核心人才流失风险; 知识产权保护风险; 新产品研发风险; 业务拓展不及预期风险。

李菲菲

lifefei@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 公司概况	2
■ 信息安全行业迎来历史性机遇	4
■ 业绩稳健提升，自研软件收入快速增长	7
■ 盈利预测	10

图表目录

图表 1 公司实际控制人和主要股东股权质押情况.....	1
图表 2 公司按项目名称分类营业收入构成.....	2
图表 3 堡垒主机基本部署图.....	3
图表 4 圣博润与部分同行业上市公司 2015 年研发费用占比对比.....	4
图表 5 我国 2015 年部分影响比较大的“网络安全”事件.....	4
图表 6 国 IT 安全市场规模及历史增速（2010~2014）	6
图表 7 中国 IT 市场产业结构	6
图表 8 我国 2014 年信息安全投入占 IT 总投入比例和其他国家比较	7
图表 9 公司 2011~2015 自研软件营业收入及同比增速.....	8
图表 10 公司 2011~2015 营业收入和扣非净利润及同比增长情况.....	8
图表 11 公司 2011~2015 各期间费用占营业收入比例	9
图表 12 公司盈利预测.....	10

■ 风险分析

通过整理并分析公司的公开披露信息,我们发现以下可能存在的潜在风险:

公司实际控制人及管理团队方面:

公司拟向中国建设银行股份有限公司北京中关村分行(以下简称“建设银行中关村分行”)申请人民币 1000 万元担保贷款,北京海淀科技企业融资担保有限公司为 1000 万元担保贷款提供连带责任保证担保,公司股东孟岗和臧佳分别将其所持的公司 2000 万股和 700 万股的股份质押给北京海淀科技企业融资担保有限公司作为反担保。

图表 1 公司实际控制人和主要股东股权质押情况

公告日期	股东名称	质押方	质押股数 (万股)	占股东持股 比例 (%)	占总股本 比例 (%)
2016-07-08	臧佳	北京海淀科技企业融资担保有限公司	700.00	37.35	8.54
2016-07-08	孟岗	北京海淀科技企业融资担保有限公司	2000.00	82.21	24.40

财务方面:

2015 年公司毛利率和营业利润出现下滑,从 14 年的 61.73%下降到 15 年的 49.9%。下降幅度较大,营业利润同比下降 30.9%至 272.1 万元。堡垒主机和等级保护工具箱是公司的核心产品,尽管销售收入增长,但硬件所占成本较多,另由于公司新签合同较多,技术人员不足,处于战略考虑,将安装及售后服务外包给代理商和合作伙伴,导致技术服务成本增加;另外,部分非核心技术采取外包式研发,也增加了技术服务成本,同时拉低了毛利率水平。此外,我们认为堡垒主机属于偏传统的网络安全产品,市场竞争相对较为激烈,公司为了保持市场占有率,降低了毛利率。

2015 年公司经营活动产生的现金流量净额大幅减少,从 2014 年的 791.8 万元,下降到-3350.37 万元。主要是因为公司的产品(堡垒主机)内控管理平台及等级保护检查工具箱订单增多,公司需要提前采购硬件备货;外包的技术服务增多导致支付的技术服务费增加;代理商业增长较多,但回款较慢,导致现金流量净额大幅减少。

公司业务及行业方面:

公司核心产品堡垒主机和等级保护工具箱属于偏传统的网络安全产品,市场竞争相对较为激烈,为保持市场占有率公司可能进一步降低其毛利率。

公司拟拓展的业务方向:物联网安全技术和工业控制安全技术与公司目前主要从事的网络安全业务有较大差异,存在拓展效果可能不及预期风险。

■ 公司概况

北京圣博润高新技术股份有限公司 2000 年成立于北京中关村科技园,2009 年 2 月挂牌新三板。

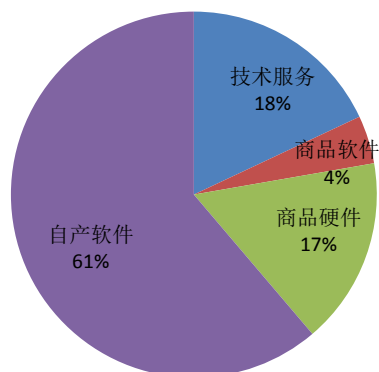
公司是一家专注于计算机网络信息安全系统软件的研究、开发、推广和维护的信息安全产品厂商及信息安全服务提供商,致力于以先进的技术、卓越的产品、完善的服务为用户提供信息安全管理综合解决方案。

公司自 2003 年建立 LanSecS®(莱恩赛克)自主产品与服务品牌以来,陆续推出了自主研发的 LanSecS®系列产品,2004 年推出 LanSecS®内网安全管理系统产品系列,2009 年推出 LanSecS®信息安全等级保护管理工具产品系列,2010 年推出 LanSecS®(堡垒主机)内控管理平台产品系列,2012 年推出 LanSecS 集中运维监控管理平台,2013 年推出 LanSecS®信息安全等级保护检查工具箱,2014 年推出 LanSecS®应用交付控制与管理平台、LanSecS®网络安全管理工作平台系统,2015 年推出 LanSecS 数据库安全防护系统、LanSecS®桌面虚拟化系统、LanSecS 密级标志生成与管理系统。

目前已经形成内控管理、安全防护、安全管理与虚拟化等多个系列产品。2006 年成立安全服务事业部,通过多年的咨询服务实践,在信息安全等级保护领域形成了完整的等级保护咨询服务体系。为用户提供包括信息系统定级备案咨询、安全评估、安全整改与实施、安全体系规划在内的专业化等级保护咨询服务。2012 年成立管理咨询中心,以信息技术服务标准体系(ITSS)为核心,全面开展 ITSS 培训和咨询服务业务。

公司 2016 年 6 月获得了中国信息安全认证中心颁发的信息系统安全集成一级服务资质证书以及信息安全应急处理二级服务资质证书,上述资质证书是国家对公司信息安全服务综合实力的专业评估和权威认定,对于公司开拓和推进信息安全服务领域的各项业务具有重要的意义。

图表 2 公司按项目名称分类营业收入构成



资料来源:公司 2015 年报

经过多年的发展,公司已经在信息安全领域拥有了自主知识产权的核心技术和产品,并积累了大批优质客户。用户群体涉及政府机构、军工、能源、金融、教育、水利、卫生、邮政、烟草、文化等众多领域和全国大中型企业。

公司收入主要来源于自有产品和服务的销售，销售渠道包括行业销售和区域销售两条渠道。圣博润公司总部设在北京，在中国 29 个重要城市设有办事机构，在华东、华南、东北、地区设有分公司，销售和服务网络完善。

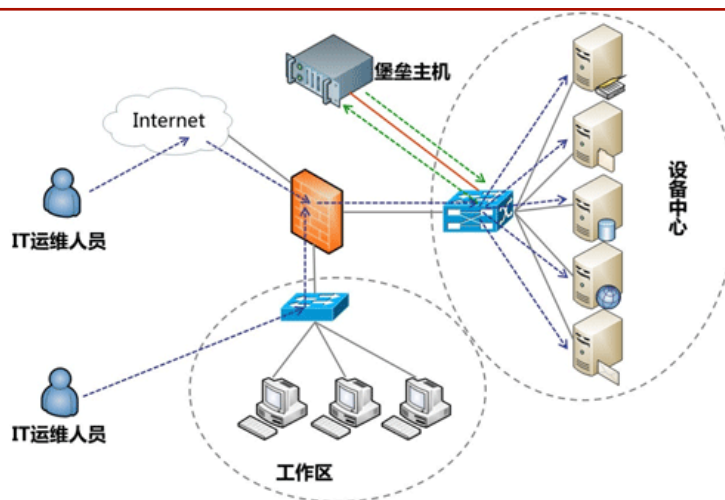
随着国家对信息安全重视程度的提高以及公司掌握的自主产品和核心技术的增强，公司面临更加有利政策环境和市场环境，这些将对公司的经营起到良好的促进作用。

● 市场地位稳固、堡垒主机市场占有率第一

根据赛迪媒体的市场调查报告，公司核心产品自主研发的 LanSecS 堡垒主机内控管理平台(以下简称“堡垒主机”)继续保持国内市场占有率第一的优势。

堡垒主机是一种被强化的可以防御进攻的计算机，作为进入内部网络的一个检查点，以达到把整个网络的安全问题集中在某个主机上解决，从而省时省力，不用考虑其它主机的安全的目的。堡垒主机作为旁路设备部署在核心业务设备之前，通过访问控制策略，所有的运维人员在维护服务器主机等设备时，均需登录堡垒主机来完成，堡垒主机提供基于 B/S 的单点登录，并提供资源授权以完成正常设备或主机运维。业务数据流则按正常路径传输，不通过堡垒主机，使得堡垒主机的接入不影响正常业务访问。

图表 3 堡垒主机基本部署图



资料来源：公司网站

圣博润堡垒主机在网络安全领域一直保持着较高的行业认知度，据赛迪媒体的调查报告，公司堡垒主机已经连续四年市场占有率第一，圣博润堡垒主机已经成为中国堡垒主机知名品牌。公司堡垒主机以其强大的操作审计能力、简单快速的部署能力、良好的扩展性和高度的安全性赢得了众多行业用户的信赖。

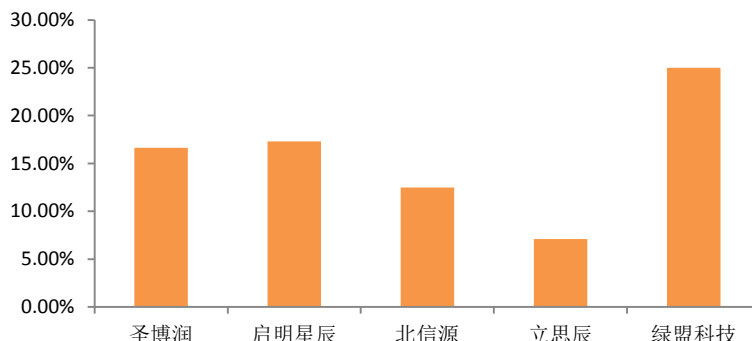
堡垒主机作为公司主要产品之一，将为未来数年内公司整体业绩的增长带来积极影响。

● 重视研发、技术领先

圣博润拥有占员工人数近 40% 的研发和技术团队以及北京、南京两个研发基地，突出的研发实力和持续的研发投入保障了公司自主创新能力的不断提升。

公司研发费用逐年增加，2015 年研发费用投入 1572.41 万元，同比增长 31.29%，占营业收入 16.62%。与部分同行业上市公司相比，公司研发投入占比处于较高水平。

图表 4 圣博润与部分同行业上市公司 2015 年研发费用占比对比



资料来源：各公司 2015 年报，梧桐公会

公司 2015 年新推出了 LanSecS 应用交付与管理系统、LanSecSWEB 应用安全防护系统、LanSecS 电子文件密级标志管理系统等自主研发产品线，公司的产品线进一步丰富，产品线布局更加合理，目前已经形成六大系列近二十个安全产品，在技术与市场两个方面树立了 LanSecS 产品品牌。

未来三年，公司将数据库安全防护产品、网络安全管控平台、电子文件密级标志管理产品作为重点业务方向。2016 年计划向市场推出电子文件密级标志管理产品。在新技术研究方面，公司 2015 年继续在工控网络安全领域加强基础研究和技术攻关，目前已经形成了一定的技术积累，为公司推出工控网络安全产品奠定了技术基础。

■ 信息安全行业迎来历史性机遇

● 网络安全事件频出，形势严峻

近年来，无论是系统漏洞还是信息安全事件，均呈现上升爆发趋势。硬件设备和软件系统的漏洞爆发仍然呈现出增长的趋势。

从全球范围看，侵害个人隐私、侵犯知识产权、网络犯罪等时有发生，网络监听、网络攻击、网络恐怖主义活动等成为全球公害。从国内形势看，数据泄密事件频发，虽然党政机关、金融、电信、工控等敏感领域的关键基础设施都在加强网络安全建设，但是核心设备仍然面临漏洞频出、安全修补措施滞后等问题，老问题未完全解决的情况下，大联网使泄密增加流通途径，大数据使隐患风险规模陡增。

图表 5 我国 2015 年部分影响比较大的“网络安全”事件

网络安全事件	事件概要
曝中国电信存重大漏洞，用户信息安全受威胁	电信漏洞给手机用户信息安全造成严重威胁。2015 年 10 月 29 日，中国电信曝存重大漏洞，很容易被黑客侵入，因此提醒广大手机用户需及时做好安全防护

	措施，避免信息泄露。
网易过亿数据泄露，提醒用户尽快修改密码	信息泄露易引发网络安全问题。2015年10月19日，网易163/126邮箱过亿数据泄漏，涉及邮箱账号、密码、用户密保等。同时提醒用户，如发现异常需尽快修改密码。
社保用户信息或遭泄露 多省市存管理漏洞	补天漏洞响应平台获得的数据显示，目前围绕社保系统、户籍查询系统、疾控中心、医院等大量曝出高危漏洞的省市已经超过30个，仅社保类信息安全漏洞统计就达到5279.4万条，涉及人员数量达数千万。
安卓APP被曝存在“寄生兽”漏洞	360手机安全研究团队发现安卓APP存有漏洞，即新型通用安全漏洞“寄生兽”，且市面上超过千万个安卓的APP都可能存在这一漏洞。
Android曝严重安全漏洞 95%设备存安全隐患	2015年7月27日，网络安全公司Zimperium研究人员日前表示，他们在Android设备中发现了一处安全漏洞，允许黑客在用户全然不知的情况下远程访问Android设备。

资料来源：网络资料，梧桐公会整理

以上述网络安全事件的发生，不断刺激政府部门和社会公众的敏感神经，引起了全社会对网络与信息安全的高度关注。

● 国家高度重视，政策红利助推行业发展

网络安全威胁的严重性引起党和国家领导人对网络安全的高度重视。2014年2月中央网络安全和信息化领导小组成立。习近平总书记任组长。这体现了中国最高层全面深化改革、加强顶层设计的意志，显示出在保障网络安全、维护国家利益、推动信息化发展的决心。

习总书记指出“没有网络安全，就没有国家安全”，“网络安全和信息化是事关国家安全和国家发展、事关广大人民群众工作生活的重大战略问题，要从国际国内大势出发，总体布局，统筹各方，创新发展，努力把我国建设成为网络强国。”

一系列涉及网络安全的法律法规和相关政策相继出台。

2015年7月1日，我国颁布并实施《中华人民共和国国家安全法》，其中强调了网络安全。这是我国首次将国家安全包括网络安全提升到立法层面。2015年8月通过的《中华人民共和国刑法修正案（九）》中，强化了对公民个人信息的保护，明确网络服务提供者履行网络安全管理的义务，对造成严重后果的网络服务提供者将给予处罚。在《中华人民共和国刑法修正案（九）》中明确了网络服务提供者履行信息网络安全管理的义务，加大了对信息网络犯罪的刑罚力度。目前《中华人民共和国网络安全法（草案）》正在审议和公开征求意见，有望于今年年底前颁布，这将是网络安全领域首部立法。

国务院印发《促进大数据发展行动纲要》，要求在涉及国家安全稳定的领域采用安全可靠的产品和服务，到2020年，实现关键部门的关键设备安全可靠。

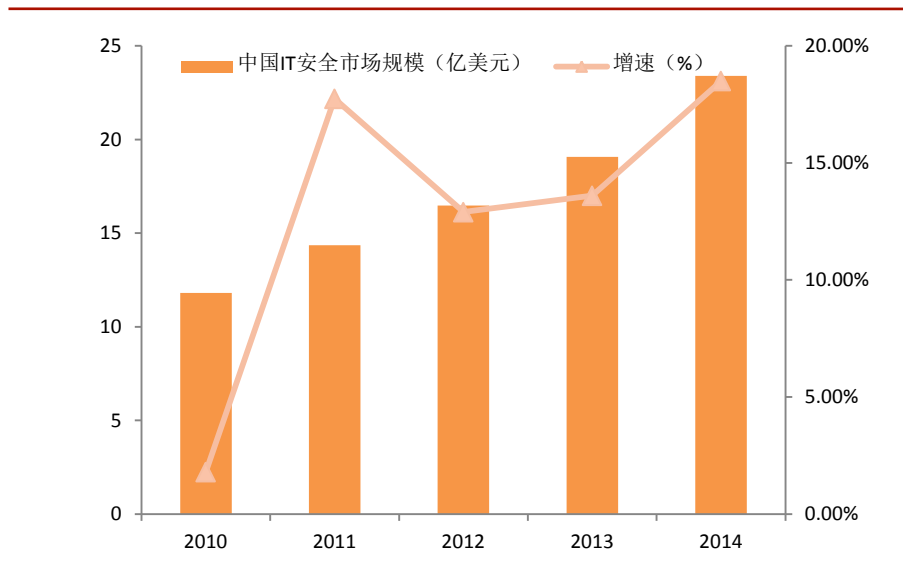
虽然我国总体经济形势面临较大的压力，但是网络安全行业仍然处于稳定发展和上升周期。随着国家之间的网络安全对抗加剧，党和国家领导人对网络

安全空前重视。网络安全行业从政策环境、产业扶持、技术发展等多个方面均呈现出持续的发展。预计未来 5-10 年，仍处于发展的上升通道。

● 潜在市场空间巨大

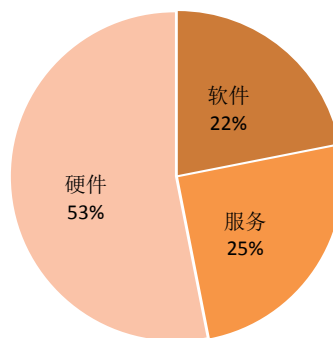
近几年来，我国网络安全行业市场规模持续高速增长。IDC 发布的《中国 IT 安全硬件、软件和服务 2015-2019 全景图》显示，2014 年，中国 IT 安全市场的规模为 US\$2239.8M，同比增长 18.5%，上、下半年的占比分别为 41.7% 和 58.3%。在整体 IT 安全市场中，安全硬件市场的占比最大，为 53.1%；其次是安全服务和安全软件市场，占比分别为 25% 和 21.9%。预计到 2019 年中国 IT 安全市场的规模将达到 US\$4822M，2014 到 2019 年的复合增长率为 16.6%。

图表 6 国 IT 安全市场规模及历史增速（2010-2014）



资料来源：IDC，梧桐公会整理

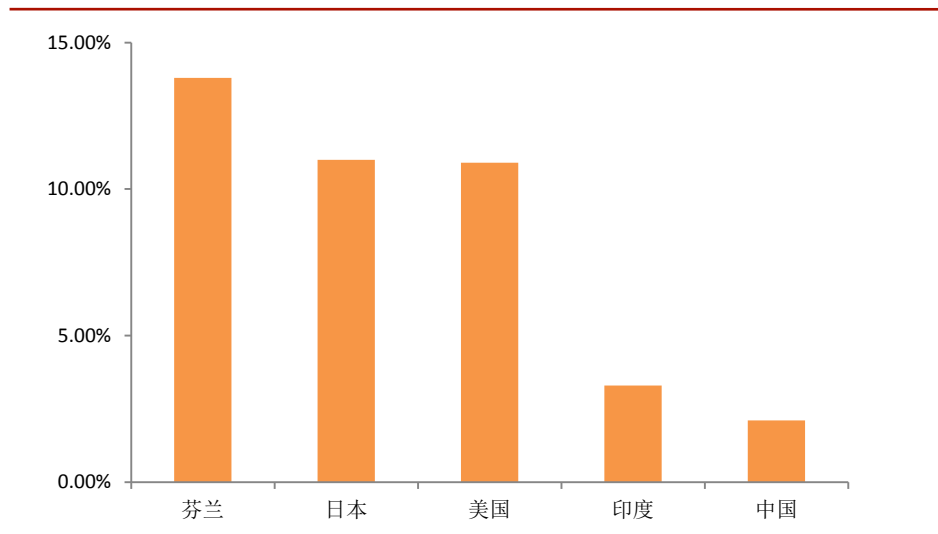
图表 7 中国 IT 市场产业结构



资料来源：IDC，梧桐公会整理

网络安全法的出台，为我国网络安全行业的发展提供了新的动力，未来仅网络空间国防投入就有望带来行业 10 倍的发展空间。预计到 2020 年，我国网络信息空间有望形成年近千亿的庞大市场。考虑到我国信息安全投资占整个 IT 投资比仅占 2% 左右，对比美国的 10% 以上占比，意味着网络安全行业将会有数倍的提升空间。

图表 8 我国 2014 年信息安全投入占 IT 总投入比例和其他国家比较



资料来源：智研咨询

● 市场竞争日趋激烈

经过近二十年的发展，网络安全市场日趋成熟，竞争也更加激烈。在总体的信息安全市场中，国内厂商的份额已经达到 67%。国内安全公司一直在安全硬件市场中占有主导地位，其产品的性能和功能完全可以和国外产品相抗衡。而在安全软件及服务领域，对比国外先进的产品技术还是有一定的差距，国外厂商的 35% 的占比大部分来自安全软件领域。随着国家提出的安全需要自主可控策略后，相信国内安全企业会增加投资在软件和服务领域缩小和国外先进技术的差距。

近年来市场竞争有几大趋势：一是互联网巨头企业纷纷步入政府网络安全建设领域，包括 BAT 在内的互联网巨头纷纷开展针对政府和企业的网络安全业务；二是网络安全企业之间的并购整合加剧；三是网络安全云服务发展迅猛。因此，网络安全市场必将面临更加残酷的竞争，这必然要求网络安全企业能够准确定位、积极进行技术创新、抓住细分市场的机遇，从而在市场竞争中立于不败之地。

■ 业绩稳健提升，自研软件收入快速增长

● 市场竞争激烈，毛利率出现下滑

公司 2015 年毛利率下降 12 个点到 49.9%，营业利润下降 30.9% 至 272 万。有以下几方面原因：

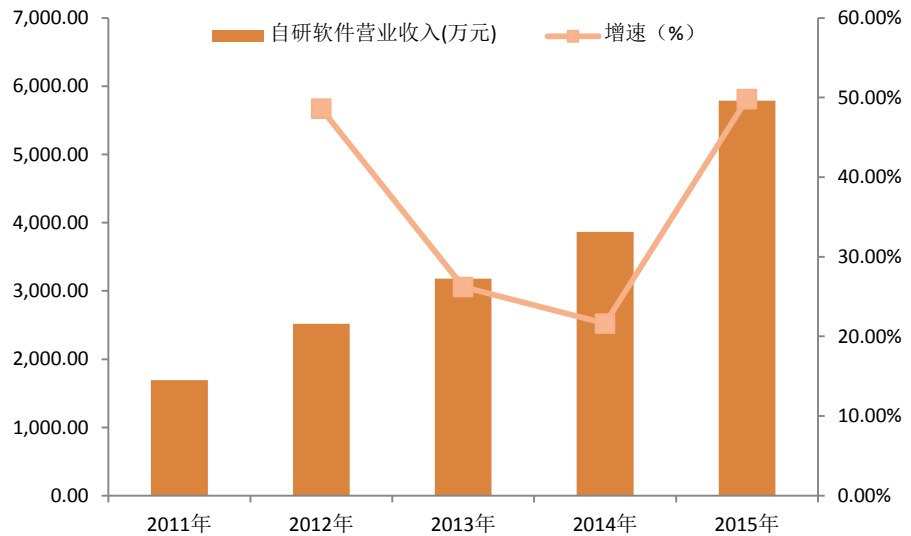
堡垒主机和等级保护工具箱是公司的核心产品，尽管销售收入增长，但硬件所占成本较多；另由于公司新签合同较多，技术人员不足，处于战略考虑，将安装及售后服务外包给代理商和合作伙伴，导致技术服务成本增加；部分非核心技术采取外包式研发，也增加了技术服务成本，同时拉低了毛利率水平。此外，我们认为堡垒主机属于偏传统的网络安全产品，市场竞争相对较为激烈，公司为了保持市场占有率，降低了毛利率。

● 自研软件收入快速增长

随着公司研发实力的提升，和品牌影响力的扩大。公司自研软件收入快速增长，2015 年公司自研软件收入 5790.62 万元，同比增长 49.8%。

根据有关规定，公司销售其自行开发生生产的软件产品，按 17% 的法定税率征收增值税后，对其实际税负超过 3% 的部分实行即征即退。因此，公司营业外收入大幅度增长，同比增长 194.44%，也带动了公司业绩的稳健提升。

图表 9 公司 2011~2015 自研软件营业收入及同比增速

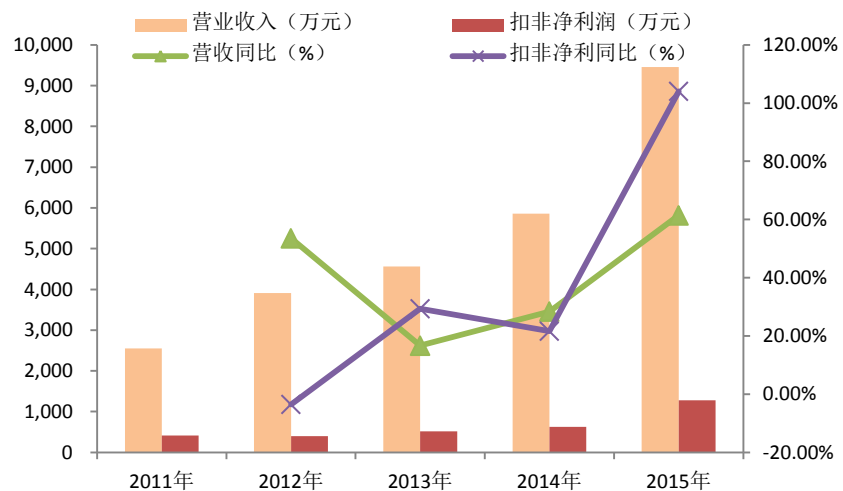


资料来源：公司 2011~2015 年报

● 业绩稳健提升，期间费用率逐步下降

在信息安全行业快速增长的背景下，公司业绩稳健提升。2015 年，公司销售收入为 9458.16 万元，同比增长了 61.42%。净利润 1291.40 万元，同比增长 76.89%；扣非净利润 1275.58 万元，同比增长 104.05%。

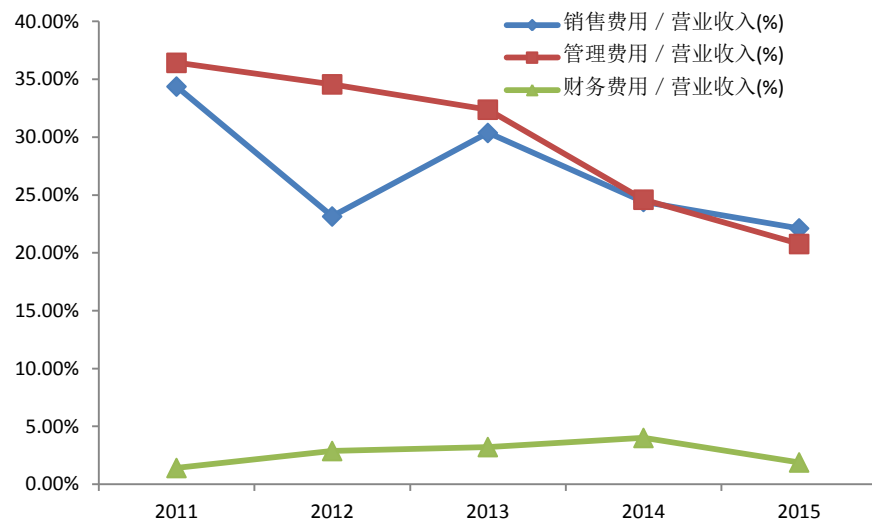
图表 10 公司 2011~2015 营业收入和扣非净利润及同比增长情况



资料来源：公司 2011~2015 年报

随着公司业务规模的增长，品牌影响力的扩大，近年来，公司各期间费用占营业收入比例保持整体下降趋势，有助于公司净利润的进一步提升。

图表 11 公司 2011~2015 各期间费用占营业收入比例



资料来源：公司 2011~2015 年报

● 关注重点业务方向拓展效果

公司规划未来一方面继续保持内网安全管理系统、堡垒主机、等级保护管理工具三个具有较强竞争优势业务；另一方面，基于国家大力推进分级保护政策，紧追国家“信息技术运维服务标准”(ITSS)相关政策，未来重点推进等级保护和 ITSS 咨询服务业务，以期在该 2 个领域也建立行业领先地位。

同时加强新技术新产品发展趋势跟踪和相关技术研究，跟踪和研究物联网安全技术、工业控制安全技术、云计算安全技术三个新兴的技术方向。在政策跟踪和技术研究的基础上，适时推出适合市场需要的新产品。

- 物联网的快速发展使得信息管理的各方面都变得更复杂。2016 年，全世界将有 64 亿台联网设备，每天新增 550 万个联网产品。到 2020 年，联网设备的将达到 208 亿。伴随着联网设备的增加，物联网数据安全也更为复杂，潜在的物联网安全漏洞也在同时迅速增长。
- 传统的工业控制系统一般不与外部网络连接，但随着互联网对企业的渗透以及智能制造的兴起，越来越多的公开系统开始与互联网对接，造成了越来越多的安全隐患。
- 我国云计算市场保持高速增长态势，年均复合增长率高达 61.5%。赛迪顾问预计未来 3 年，中国云计算市场规模仍呈现快速增长趋势，至 2018 年达到 7823.2 亿元，年均复合增长率为 56.8%。随着云计算和移动互联网的普及，越来越多的业务在云端开展，越来越多的数据在云端存储，用户数据泄露或丢失是云计算信息安全面临的巨大的安全风险。而基于漏洞、病毒、未知威胁的 APT 攻击、0Day 攻击会越来越频繁和智能化，安全防护工作难度系数增加。

上述领域，市场潜力巨大。向上述领域拓展，有望给公司带来新的利润增长点。未来持续关注公司向上述领域的拓展效果。

■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司2016~2017年归属于上市公司股东的净利润分别为11349.79万元、14187.24万元，每股收益分别为0.20元、0.25元，2016年8月5日收盘价对应于公司2016、2017年动态市盈率分别为17.73倍、13.68倍。

图表 12 公司盈利预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入 (万元)	4563.75	5859.39	9458.16	11349.79	14187.24
净利润 (万元)	557.54	669.57	1291.40	1708.34	2214.79
毛利率(%)	67.30	61.73	49.86	50.46	50.96
净利率(%)	12.22	11.43	13.65	15.05	15.61
ROE(%)	17.90	17.84	17.47	17.76	18.72
EPS(元)	0.51	0.61	0.32	0.20	0.25

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我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,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

