

北信源 (300352)

终端安全和系统集成双轮驱动，公司业绩实现高增长

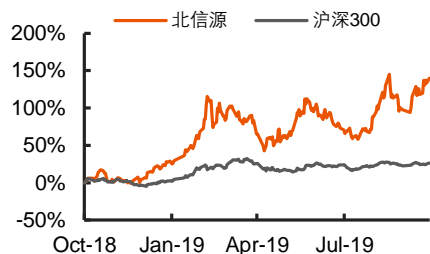
推荐 (维持)

现价: 7.6 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.vrv.com.cn
大股东/持股	林皓/25.55%
实际控制人	林皓
总股本(百万股)	1,450
流通 A 股(百万股)	1,097
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	110.19
流通 A 股市值(亿元)	83.41
每股净资产(元)	1.61
资产负债率(%)	16.8

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

陈苏 投资咨询资格编号
S1060519090002
010-56800139
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

研究助理

付强 一般从业资格编号
S1060118050035
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司公布2019年三季度报。报告显示，前三季度，公司实现营业收入5.21亿元，同比增长70.94%；实现归母净利润6120万元，同比增长82.32%；实现扣非归母净利润5268万元，同比增长240.98%。

平安观点:

- **网安及集成业务双轮驱动，公司收入呈现加速增长：**2019 年以来，公司传统终端安全业务和重点培育的系统集成业务均开始发力，共促公司收入提升。公司 1 季度、上半年以及前三季度的收入增速分别为 27.43%、51.33%和 70.94%，呈现明显加速态势。作为公司主体的终端安全业务，继续在安全可控市场受益，此前公司已经有多款产品进入国产化适配清单，2019 年相关工作还在加速推进。系统集成业务在 2019 年取得重大进展，相关业务推进迅速，上半年收入增长实现翻番，三季度预计呈加速增长的态势。另外，公司基于私有云的加密即时通信产品信源豆豆，目前正在政府、军工、金融和能源领域得到应用，也正为公司带来了增量收入。
- **毛利率较上年有所拉低，但业绩增长依然强劲：**作为公司主业的终端安全业务，由于主要交付形式为软件，毛利率非常高。今年以来，系统集成业务实现高速增长，但该领域毛利率较低，拉低了公司整体毛利率。前三季度，公司毛利率为 66.83%，较上年同期低 12.97 个百分点。但公司期间费用控制较好，一定程度上对冲了毛利率下滑对净利润的影响。前三季度，公司销售费用、管理费用和研发费用分别增长 29.90%、29.89%和 14.5%，增速均大幅低于销售收入的增长。前三季度，公司归母净利润达到 6120 万元，同比增长 82.32%。
- **公司积极布局国产化业务，提升在国产终端安全管理平台领域的竞争力：**除了积极与各大自主可控整机适配外，公司将尚未使用的前期非公开募集资金 2.34 亿元，变更用途投入到“基于可信终端的安全管理平台”的研发和推广。按照公司规划，该平台将支持国内主流的处理器、操作系统和数据

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	515	572	760	963	1211
YoY(%)	4.6	11.2	32.7	26.7	25.7
净利润(百万元)	91	94	157	201	242
YoY(%)	13.8	2.9	66.9	28.3	20.3
毛利率(%)	68.4	73.0	72.5	72.0	71.2
净利率(%)	17.8	16.4	20.7	20.9	20.0
ROE(%)	4.1	4.1	6.4	7.7	8.6
EPS(摊薄/元)	0.06	0.06	0.11	0.14	0.17
P/E(倍)	120.5	117.1	70.2	54.7	45.5
P/B(倍)	5.0	4.8	4.5	4.2	3.9

库的多种组合。该项目目前紧贴着国内安全可控战略需求，帮助现有客户实现向自主可控平台的迁移，增强用户粘性，同时也能够新增一些客户，有望成为公司新的增长点。

- **投资建议：**根据公司前三季度报以及对行业的发展预判，我们调整了公司的盈利预测，预计2019-2021年公司EPS分别为0.11元（前值为0.10元）、0.14元、0.17元，对应10月28日收盘价P/E分别为70.2、54.7、45.5倍，维持“推荐”评级。北信源作为国内领先的终端安全企业，具有典型的软件化、产品化特点，产品标准化程度较高，且在政府、能源、军工、金融等重点行业得到广泛应用，客户关系稳定。目前，正在加强对国产可信终端管理平台的布局，发展前景值得期待。

- **风险提示：**

（1）企业毛利率下降的风险。安全可控是我国“网络强国”战略实施的主抓手，国家可能鼓励更多有实力的企业进入该领域，行业竞争可能进一步加剧，企业毛利率存在下降风险。

（2）信源豆豆增长可能不及预期。信源豆豆面临着较为复杂的竞争格局，在不同细分领域中都存在着强有力的竞争者。未来如果企业不能够保持持续创新和市场开拓，该业务的推进可能面临阻力。

（3）政企IT支出力度不及预期。在经济下行压力下，下游政企客户可能因财力受限，IT支出下滑或者推迟，这对公司的订单和收入产生负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1861	2960	3607	4590
现金	595	1293	1639	2061
应收票据及应收账款	934	1283	1527	2006
其他应收款	19	29	32	44
预付账款	62	68	96	110
存货	88	125	149	205
其他流动资产	162	162	162	162
非流动资产	719	780	842	911
长期投资	22	32	42	53
固定资产	95	128	156	187
无形资产	171	199	230	258
其他非流动资产	432	421	414	413
资产总计	2580	3740	4449	5501
流动负债	279	1297	1845	2689
短期借款	0	972	1484	2257
应付票据及应付账款	48	87	87	139
其他流动负债	232	238	274	294
非流动负债	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	287	1305	1853	2697
少数股东权益	3	2	1	-1
股本	1450	1450	1450	1450
资本公积	316	316	316	316
留存收益	525	650	809	1004
归属母公司股东权益	2290	2432	2595	2805
负债和股东权益	2580	3740	4449	5501

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-87	-169	3	-149
净利润	93	156	200	241
折旧摊销	27	23	29	32
财务费用	-3	20	55	88
投资损失	-8	-13	-16	-20
营运资金变动	-274	-355	-265	-490
其他经营现金流	78	0	0	0
投资活动现金流	-301	-70	-76	-81
资本支出	279	50	52	58
长期投资	-43	-10	-10	-10
其他投资现金流	-65	-31	-34	-33
筹资活动现金流	-58	-35	-93	-121
短期借款	-40	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-18	-35	-93	-121
现金净增加额	-447	-274	-167	-350

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	572	760	963	1211
营业成本	155	209	269	349
营业税金及附加	8	10	13	17
营业费用	106	140	164	194
管理费用	85	106	125	157
研发费用	70	91	106	121
财务费用	-3	20	55	88
资产减值损失	84	53	58	73
其他收益	21	21	21	21
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	13	16	20
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	99	165	211	253
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	98	164	210	253
所得税	5	8	10	12
净利润	93	156	200	241
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	94	157	201	242
EBITDA	107	188	270	343
EPS (元)	0.06	0.11	0.14	0.17

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	11.2	32.7	26.7	25.7
营业利润(%)	0.3	66.7	28.0	20.1
归属于母公司净利润(%)	2.9	66.9	28.3	20.3
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	73.0	72.5	72.0	71.2
净利率(%)	16.4	20.7	20.9	20.0
ROE(%)	4.1	6.4	7.7	8.6
ROIC(%)	3.3	4.6	5.6	5.8
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	11.1	34.9	41.7	49.0
净负债比率(%)	-25.7	-12.9	-5.7	7.2
流动比率	6.7	2.3	2.0	1.7
速动比率	5.5	2.0	1.7	1.5
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.11	0.14	0.17
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	-0.12	0.00	-0.10
每股净资产(最新摊薄)	1.58	1.68	1.79	1.93
估值比率	-	-	-	-
P/E	117.1	70.2	54.7	45.5
P/B	4.8	4.5	4.2	3.9
EV/EBITDA	97.4	57.0	40.3	32.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033