

2017 年 05 月 09 日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师： 孔令峰
S0350512090003

010-68366838

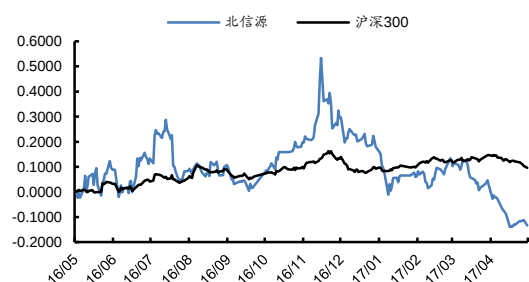
证券分析师： 宝幼琛
S0350517010002
baoyc@ghzq.com

联系人： 孙乾 S0350116100016
021-58922351 sunq01@ghzq.com.cn

信源豆豆产品市场广阔，看好长期发展

——北信源（300352）跟踪报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
北信源	-15.5	-18.1	-20.9
沪深 300	-4.5	-0.7	7.3

市场数据

2017-05-08

当前价格（元）	14.25
52 周价格区间（元）	13.50 - 25.99
总市值（百万）	8264.00
流通市值（百万）	5381.57
总股本（万股）	57992.96
流通股（万股）	37765.38
日均成交额（百万）	285.24
近一月换手（%）	30.66

相关报告

《北信源（300352）事件点评：泛终端安全领导者，业务多领域布局》——2017-04-18

《北信源（300352）事件点评：非公开增发完成，公司迎来新发展空间》——2016-11-06

《北信源（300352）事件点评：三大战略稳步推进，未来成长可期》——2016-07-22

《北信源（300352）跟踪点评：打造大型企业移动办公平台（买入）*计算机行业*孔令峰、田庚》——2015-12-30

投资要点：

■ **安全即时通讯需求旺盛：**移动互联网时代，云+端架构成为移动终端的发展趋势，1.云方面：大量数据汇聚在云端，增加了信息泄露及被窃取的风险。之前发生的用户账号信息泄露均是云端保护欠缺的体现。用户信息安全日益成为信息安全的重要领域。今年 6 月 1 日即将实施的《网络安全法》明确了对关键信息基础设施的安全供应商进行安全审查的条件，这将进一步驱动信息安全行业发展。2.端方面：用户对隐私的保护日益重视，国外主打阅后即焚私密保护的社交软件 Snapchat 诞生之后用户量增长迅速，公司 6 年之后已经成功上市市值超千亿元，反映了用户对私密保护功能的强烈需求。

■ **即时通讯软件 C 端众多，B 端仍属蓝海，G 端基本空白：**C 端即时通讯类软件众多，用户量众多的如微信，QQ，无秘，陌陌等，用户主要需求体现在通讯的单体及群体便利上，容易满足，社交关系迁移成本带来了软件使用粘性，其主要盈利模式为通过通讯软件搭载增值服务进行变现。反观 B 端，主打 B 端的钉钉 2016 年完成了 300 多万中小企业用户的积累，全国目前有 4300 多万中小企业，市场仍有相当大的空间，B 端核心需求在于工作场景中协同办公的便利，需要与公司业务相对接，保障信息安全，B 端主要盈利模式在于当用户量积累到一定程度后，对企业办公中的高级功能进行收费。值得注意的是无论钉钉还是纷享销客等面向 B 端的即时通讯企业其客户定位都集中在小 B 端，大 B 端涉足较少，主要原因在于大 B 端对定制化安全性要求更高。同样 G 端虽然存在大量的党政军等政府事业单位，但是专业即时通讯软件在 G 端的应用基本空白，B 端即时通讯软件企业下游客户中 G 端客户占比基本为 0，但是 G 端付费能力最强，商业价值尤为显著。我们认为 G 端主要痛点在于一方面对协同办公要求高，定制化需求强，另一主要方面在于自主可控要求高，信息传输及保存的安全可靠性十分重要，对于长期面向 C 端小 B 端服务的即时通讯企业很难满足 G 端需求，获得 G 端客户认可。

■ **信源豆豆提供多种企业服务，多层次保护信息安全：**公司产品主打安全连接，智慧聚合：信源豆豆面向企业级客户提供了丰富的功能，包括移动签到、视频会议、企业云盘、阅后即焚等多种企业服务。

《北信源（300352）一季报点评：行业地位越发明显，用户价值变现值得期待（买入）*计算机行业*孔令峰、田庚》——2014-04-10

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

同时公司结合自身在终端安全的长期积累，从多方面多层次对用户通讯进行保护。1.服务器可控：产品部署方式灵活，即可本地部署也部署在云服务器上，同时对于云部署客户可以申请私有服务器，个人客户可以申请私有存储硬盘，通过数据存储的可控达到真正的数据物理隔离。2.通讯存储数据加密，产品实现从服务器、通讯链路至客户端的全程加密通讯及存储，保障数据安全。3.客户端方面，产品提供阅后即焚、好友隐藏、橡皮擦等多种私密通讯方式。

■ **公司 G 端大 B 端优势明显：**公司产品主打大 B 端，G 端通讯，相比行业内阿里等互联网企业公司优势明显。1.深耕政府、军队、金融等 G 端及大 B 端领域，公司的主要客户广泛分布于政府机关、军工、金融、能源等国家重点行业及企事业单位，包括中央各部委，大型国企央企等优质客户。传统终端安全产品目前已有数千万的装机量，公司在 G 端大 B 端拥有良好的口碑及信誉。2.深刻理解下游客户需求，政府及大型企业对定制化服务需求较大，各行业特点及需求不同，公司长期积累了不同行业的需求特点，可快速响应，及时跟进客户需求，这一点往往是擅长通用型产品的互联网企业难以做到的。3.终端安全优势为通讯安全提供强大保障。各类信息、业务大量触网的情况下，公司客户对信息安全，尤其是通信安全有更高的要求 and 更迫切的需求。公司将自身终端安全优势应用于即时通讯方面，一方面拓展产品品类，另一方面也容易获得客户认可，满足客户安全通讯方面的需求。同时由于客户群体的重叠，已有成熟的销售渠道也为信源豆豆提供了推广落地的保障。

■ **信源豆豆产品推广已经取得一定成果，看好长期对公司业绩贡献：**公司在全景网表示截止 2017 年 1 季度末公司信源豆豆产品已实现装机量五百万，实现收入 911.54 万元，客户多以政府、公安、军工、能源、金融为主，符合我们对信源豆豆产品定位的分析。下一步公司将进一步加大产品推广力度，争取 2017 年实现千万级的客户量。目前公司盈利模式为：企业级客户按照终端数量每年收取使用费，个人客户即时通讯免费，按月收取增值服务费（数据单独存储等功能）。长期来看，据《中国大中型企业名录》统计，全国大中型企业在 50 万以上，同时全国行政事业单位 100 万以上，公务员数量 700 余万，事业单位人员 3000 余万，大 B 端及 G 端市场空间广阔，信源豆豆如能顺利持续落地将对公司业绩产生积极影响。

■ **盈利和投资评级：维持“买入”评级。**公司营收及利润稳步增长，“信息安全、大数据、互联网”三大战略稳步推进，信源豆豆进展顺利。预计 2017-2019 年 eps 为 0.17/0.24/0.33 元，对应市盈率 82/59/43 倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**（1）相关项目落地不及预期的风险；（2）市场系统性风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	492	656	837	1105
增长率(%)	5%	33%	28%	32%
净利润（百万元）	80	101	141	192
增长率(%)	14%	26%	39%	37%
摊薄每股收益（元）	0.15	0.17	0.24	0.33
ROE(%)	3.74%	4.50%	5.88%	7.45%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 北信源盈利预测表

证券代码:	300352.SZ		股价:	14.25	投资评级:	买入	日期:	2017-05-08	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	4%	4%	6%	7%	EPS	0.15	0.17	0.24	0.33
毛利率	63%	63%	65%	66%	BVPS	3.70	3.87	4.11	4.45
期间费率	42%	46%	47%	47%	估值				
销售净利率	16%	15%	17%	17%	P/E	95.00	81.68	58.77	42.94
成长能力					P/B	3.85	3.68	3.46	3.21
收入增长率	5%	33%	28%	32%	P/S	16.79	12.60	9.88	7.48
利润增长率	14%	26%	39%	37%					
营运能力					利润表 (百万元)				
总资产周转率	0.21	0.27	0.33	0.40	营业收入	492	656	837	1105
应收账款周转率	0.96	0.99	1.01	1.03	营业成本	183	243	291	378
存货周转率	22.62	22.62	22.62	22.62	营业税金及附加	5	8	10	13
偿债能力					销售费用	89	144	188	243
资产负债率	7%	7%	7%	7%	管理费用	118	164	209	276
流动比	12.75	12.44	13.31	13.80	财务费用	(6)	(12)	(12)	(12)
速动比	12.53	12.37	13.24	13.70	其他费用 / (-收入)	(35)	0	0	0
资产负债表 (百万元)					营业利润	68	109	151	207
现金及现金等价物	1358	1298	1368	1387	营业外净收支	18	0	0	0
应收款项	573	663	828	1072	利润总额	86	109	151	207
存货净额	34	11	13	17	所得税费用	6	8	10	14
其他流动资产	34	49	62	82	净利润	80	101	140	192
流动资产合计	1999	2021	2271	2559	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
固定资产	75	89	103	114	归属于母公司净利润	80	101	141	192
在建工程	2	2	4	7	现金流量表 (百万元)				
无形资产及其他	61	61	85	109	经营活动现金流	(20)	36	(19)	(44)
长期股权投资	17	17	17	17	净利润	80	101	140	192
资产总计	2314	2421	2570	2777	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	33	11	13	17
应付款项	25	28	33	43	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	9	12	16	21	营运资金变动	(133)	(76)	(172)	(253)
其他流动负债	122	122	122	122	投资活动现金流	(79)	(84)	(15)	(14)
流动负债合计	157	162	171	185	资本支出	(6)	(15)	(15)	(14)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(17)	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9	其他	(56)	(70)	0	0
长期负债合计	9	9	9	9	筹资活动现金流	40	0	0	0
负债合计	166	171	179	194	债务融资	0	0	0	0
股本	580	580	580	580	权益融资	1244	0	0	0
股东权益	2149	2250	2390	2582	其它	(1204)	0	0	0
负债和股东权益总计	2314	2421	2570	2777	现金净增加额	(60)	(48)	(34)	(58)

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【计算机组介绍】

孔令峰，具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

宝幼琛，本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，3 年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。

孙乾，上海交通大学电子与通信工程硕士，从事计算机行业上市公司研究。

刘浩，上海财经大学金融学硕士，上海交通大学数学学士，从事计算机上市公司研究。

【分析师承诺】

孔令峰、宝幼琛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。