

启明星辰 (002439) 深度研究

## 高筑墙，乘东风，战略为王

2019 年 10 月 11 日

## 【投资要点】

- ◆ **内生外延终成行业龙头，有望维持高位发展。**内生：公司通过打造 ADLab、泰合北斗、金睛团队等重点研发团队和持续研发高投入提升研发实力。外延：公司自上市以来先后并购了网御星云、合众数据、书生电子、赛博兴安等网络安全细分领域领先公司，拓宽企业产品线，加深技术积累，稳固行业地位，从而为公司带来长足的发展。我们认为公司通过内生外延实现企业龙头地位的打造与稳固，公司行业龙头地位难以撼动。
- ◆ **等保 2.0 政策加码，有望持续获得高增长。**等保 2.0 将于 2019 年 12 月 1 日正式实施，“云计算、物联网、移动互联网、大数据和工业控制系统”都将作为网络安全等级保护标准重要领域，同时对入侵防范、集中管控等网络安全细分领域提出新要求，打开行业成长空间。我们认为启明星辰作为等保 2.0 标准起草重要安全厂商以及在行业龙头将充分享受政策红利。
- ◆ **三大战略稳步推进，有望带来新的增长点。**公司以智慧城市安全运营、工业互联网安全、云安全为三大战略新业务，2018 年已实现销售约 4 亿元，确认收入超过 2 亿元，业绩初现规模。公司自 2017 年布局智慧城市安全运营，目前形成了北京、成都、广州、杭州四个运营业务支撑中心及二十余个城市级运营中心，安全运营 2019H1 新增业务订单过亿元，已接近 2018 年全年，我们预计公司智慧城市安全运营业务将会为公司业绩带来较快增长。中国工业互联网安全市场预计未来三年保持不低于 30% 的增速，公司自 2010 年开始工控安全方面研究，技术积累深厚，并且在先进制造、电力等行业实现应用，处于行业内第一梯队，我们认为未来会获得不低于市场发展的增速。中国云安全市场预计未来三年增速不低于 40%，公司基于等保 2.0 标准规范和云计算扩展要求，构建云防护整体方案，实现对包括华为云、腾讯云等安全防护能力，客户覆盖政府、金融等领域，同时在国家关键基础设施保障方面发挥了巨大作用，我们认为公司未来会获得不低于市场发展的增速。



挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

## 东方财富证券研究所

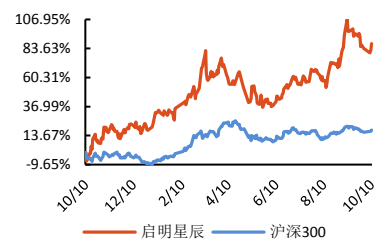
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：马建华

电话：021-23586480

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值 (百万元)	29294.95
流通市值 (百万元)	20721.46
52 周最高/最低 (元)	36.27/15.32
52 周最高/最低 (PE)	57.75/30.65
52 周最高/最低 (PB)	9.00/4.65
52 周涨幅 (%)	87.64
52 周换手率 (%)	364.40

## 相关研究

《战略得当，等保 2.0 展望网安龙头起航》

2019.08.08

## 【投资建议】

预计公司19/20/21年营业收入分别为30.01/36.28/44.13亿元，归母净利润分别为6.82/8.27/10.22亿元，EPS分别为0.76/0.92/1.14元，对应市盈率分别为43/35/29倍。公司是国内网络信息安全公司龙头，随着等保2.0的正式实施，我们看好公司未来的发展前景，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2521.81	3000.95	3627.85	4412.92
增长率(%)	10.68	19.00	20.89	21.64
EBITDA（百万元）	719.38	858.88	957.91	1141.08
归母净利润（百万元）	568.95	682.01	826.88	1021.98
增长率(%)	25.90	19.87	21.24	23.60
EPS(元/股)	0.63	0.76	0.92	1.14
市盈率(P/E)	51.49	42.95	35.43	28.66
市净率(P/B)	8.16	6.93	5.85	4.90
EV/EBITDA	39.79	32.69	29.00	23.78

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

并购带来的商誉减值风险；  
网络安全行业景气度不及预期风险；  
公司三大战略不达预期风险。

## 正文目录

1. 网络安全龙头，盈利持续强劲 .....	5
1.1. 公司简介 .....	5
1.2. 立足核心产品，拥抱新技术 .....	5
1.3. 公司盈利能力持续强劲 .....	7
2. 研发驱动与外延并购打造安全堡垒 .....	8
2.1. 研发投入保障与研发团队打造促进研发能力提升 .....	8
2.2. 并购整合提升网络安全整体实力 .....	11
3. 政策东风与行业龙头背靠安全港湾 .....	12
3.1. 政策加码，等保 2.0 持续释放政策红利 .....	12
3.2. 行业龙头地位稳固 .....	15
4. 三大战略推动安全飞翔 .....	17
4.1. 智慧城市安全运营中心相继落地，推进业绩提档换速 .....	17
4.2. 工控安全积累深厚，积极拥抱工业互联网安全 .....	21
4.3. 云防护整体方案全方位保障云安全 .....	23
5. 盈利预测 .....	25
5.1. 收入预测 .....	25
5.2. 相对估值 .....	26
5.3. 绝对估值 .....	27
6. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1：公司实控人股权结构图 .....	5
图表 2：公司网络安全产品 .....	5
图表 3：公司营收与归母净利润 .....	7
图表 4：毛利率、净利率、期间费用率变动情况 .....	8
图表 5：同行可比公司 ROE（平均）情况 .....	8
图表 6：研发投入变动情况 .....	9
图表 7：研发人员变动情况 .....	9
图表 8：研发投入占比、研发资本化比例、研发人员占比 .....	9
图表 9：CNVD 企业单位原创积分 .....	10
图表 10：泰合北斗态势感知体系 .....	10
图表 11：泰合北斗五大安全能力 .....	10
图表 12：金睛主要报告 .....	11
图表 13：公司主要控股子公司 .....	11
图表 14：主要并购标的承诺业绩及完成情况（单位：万元） .....	12
图表 15：等保 1.0 以来政策梳理 .....	13
图表 16：等保 2.0 等级划分及安全防护能力要求 .....	14
图表 17：等保 2.0 新增要求对应安全防护产品 .....	14
图表 18：中国网络信息安全市场规模 .....	15
图表 19：2016-2021 年中国网络安全市场结构 .....	15
图表 20：IDS/IPS 市场规模及启明星辰市场份额变化 .....	16
图表 21：UTM 市场规模及启明星辰市场份额变化 .....	16
图表 22：SOC 市场规模及启明星辰市场份额变化 .....	16
图表 23：TSOC 安全管理平台 2018 年入选魔力象限 .....	16
图表 24：数据市场规模及启明星辰市场份额变化 .....	16
图表 25：智慧城市相关政策 .....	17
图表 26：截止至 2018 年 11 月底我国各省智慧城市试点汇总 .....	18
图表 27：我国智慧城市技术支出 .....	18

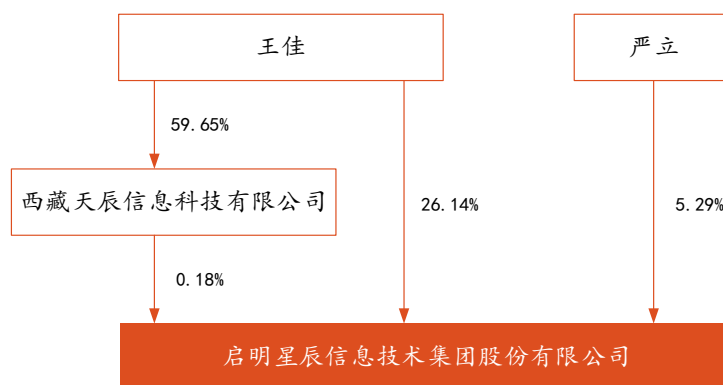
图表 28: 北斗安全运营中心三线运营体系	19
图表 29: 第三方独立网络安全运营	19
图表 30: 启明星辰成都安全运营中心监控大厅	19
图表 31: 启明星辰成都安全运营中心业务体系	19
图表 32: 启明星辰济南安全运营中心	20
图表 33: 启明星辰杭州安全运营中心	20
图表 34: 启明星辰济南安全运营中心	20
图表 35: 启明星辰杭州安全运营中心	20
图表 36: 项目财务评价	21
图表 37: 中国工业互联网安全市场规模	21
图表 38: 启明星辰工业互联网发展历程	22
图表 39: 启明星辰工控安全行业应用	22
图表 40: 启明星辰信息安全工程实验室结构	23
图表 41: 中国云计算市场规模	23
图表 42: 中国云计算安全市场规模	23
图表 43: 启明星辰云安全建设方案	24
图表 44: 启明星辰云安全产品	24
图表 45: 公司各项业务营收及增速预测	25
图表 46: 盈利预测关键财务数据	26
图表 47: 启明星辰同行业估值比较（2019-10-09）	26
图表 48: 历史 PE (TTM) 区间	27
图表 49: 历史 PB 区间	27
图表 50: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设	27

## 1. 网络安全龙头，盈利持续强劲

### 1.1. 公司简介

公司股权集中，实控人拥有强大的专业背景与行业经验。公司成立于1996年，截止2019年7月，王佳与严立夫妇为一致行动人，持有公司31.43%的股份，为公司实控人。此外，王佳通过控股西藏天辰信息科技有限公司，间接持有公司0.11%的股份。王佳曾先后获得上海复旦大学计算机软件专业学士，美国坦普尔大学计算机硕士，美国宾西法尼亚大学穆尔工程学院博士，现任启明星辰董事长。严立历任美国多家知名IT公司、信息安全公司的高管以及技术专家，目前为启明星辰信息技术集团股份有限公司董事、副总经理。

图表 1：公司实控人股权结构图



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司通过渠道覆盖体系和发展战略大客户形成公司强大的客户壁垒。公司总部位于北京，在全国设立六十多家分支机构，建立覆盖全国的渠道和售后服务体系，并在北京、上海、广州、杭州、成都、南京设立研发机构。公司以用户需求为根本动力，大力发展战略客户，在政府、军队、能源等政策壁垒较高的下游市场建立长期良好的合作关系。

### 1.2. 立足核心产品，拥抱新技术

公司立足网络安全行业不断丰富网络安全产品线。公司的网络安全产品线涉及安全网关、安全检测、数据安全与平台以及安全服务与工具这四大类，共上百个产品型号，此外公司结合新技术发展，在智慧城市安全、工业安全、云安全中取得了重大发展。

图表 2：公司网络安全产品

产品类型	产品名称	产品描述
安全	UTM	天清汉马 USG 一体化安全网关
网关	防火墙	天清汉马 USG 防火墙
		集防火墙、VPN、入侵防御（IPS）、防病毒、上网行为管理、内网安全、反垃圾邮件、抗拒绝服务攻击（Anti-DoS）、内容过滤等多种安全技术于一身。
		采用多核硬件架构和一体化的软件设计，集防火墙、VPN、内容过滤、上网行为管理、IPv6/IPv4 双协议栈、抗拒绝服务攻击（Anti-DoS）等多种安全技术于一身。

	下一代防火墙	天清汉马 T 系列 防火墙	采用 VSOS 操作系统，通过多核并行化处理、特征库树形存储、流扫描处理、零拷贝、分布式 T 比特硬件平台等技术手段，实现了整个处理过程一次拆包。
	网络隔离（网闸）	天清安全隔离与信息交换系统 GAP-6000 系列	利用了隔离交换矩阵技术，可以部署于网络边界，连接两个或多个安全等级相同或不同的网络，实现两个或多个网络之间的安全隔离，但不影响它们之间数据交换，从而实现网络之间的高度安全。
	抗 DDOS	天清异常流量管理与抗拒绝服务系统（天清 ADM）	包括异常流量检测系统（Detector）和异常流量清洗系统（Guard），协同合作能有效识别并检测出网络中的异常流量，并及时清洗，保障业务可用性和稳定性。
	上网行为管理	天清 Web 应用安全网关	针对 Web 服务器进行 HTTP/HTTPS 流量分析，及针对 Web 应用访问各方面进行优化，以提高 Web 或网络协议应用的可用性、性能和安全性，确保 Web 业务应用安全、快速、可靠地交付。
	其他		VPN/密码机等
安全检测	入侵检测	天阗入侵检测与管理系统	对于病毒、蠕虫、木马、DDoS、扫描、SQL 注入、XSS、缓冲区溢出、欺骗劫持等攻击行为以及网络资源滥用行为等威胁具有高精度的检测能力；在精确检测的基础上强调对威胁的可管理性，保障威胁处理的及时性。
	入侵防御	天清入侵防御系统（天清 NGIPS）	可以对漏洞攻击、蠕虫病毒、间谍软件、木马后门、溢出攻击、数据库攻击、高级威胁攻击、暴力破解等多种深层攻击行为进行防御，有效弥补网络层防护产品深层防御效果的不足。
	APT 高级威胁检测	天阗 APT 系列	采用国内领先的双重检测方法（静态检测和动态检测），多种核心检测技术手段，针对恶意代码等未知威胁具有细粒度检测效果。
	网络审计	天玥网络安全审计	针对业务环境下用户对网络内的核心 IT 资产和服务器进行的操作行为进行细粒度审计。
	其他		天清安全无线控制系统等
数据安全与平台	数据防泄漏系统	天清汉马 USG 数据防泄露系统（DLP）	由控制中心和检测引擎两大组件构成，从敏感信息内容、敏感信息的拥有者、对敏感信息的操作行为三个角度对数据进行分析。
	数据库审计与防护	天玥数据库审计系统	针对数据库操作行为进行细粒度审计和防护
	文档加密	铁卷数据安全系统	以透明加密技术为核心，帮助用户保护知识产权、提升企业形象和核心竞争力。
	安全管理平台	泰合安全管理平台（TSOC）	以 IT 资产为基础，以业务信息系统为核心，以客户体验为指引，从监控、审计、风险和运维四个维度建立起来的一套可度量的统一业务支撑平台，能够对业务信息系统进行可用性与性能的监控、配置与事件的分析审计预警、风险与态势的度量与评估、安全运维流程的标准化、例行化和常态化，实现业务信息系统的持续安全运营。
	态势感知平台	启明星辰网络安全态势感知平台	运用安全大数据为基础，全面支持资产采集、流采集、文件采集、包采集、漏洞采集、情报采集等能力，对设备、主机、日志、进程、服务等全要素信息的归并，帮助用户构造全方位、全天候态势感知系统的建设需求。
	漏洞管理平台	天镜漏洞管理平台	通过实时采集最新漏洞信息、内网主机扫描结果、基线扫描结果、人工渗透测试结果等漏洞信息，对网内资产漏洞信息进行统一关联、展现和告警，使得管理人员可以有效地跟踪资源漏洞生命周期，清楚地掌握全网的安全健康状况，实现漏洞全生命周期的可视、可控和可管。
	其他		4A 统一安全管控平台等
安全服务	专业安全服务	PSS	提供覆盖组织信息安全建设全生命周期的专业安全服务解决方案和最佳实践服务；主要包含安全咨询与规划、风险管理、安全运维与应急、合规与评价四大类安全服务产品。



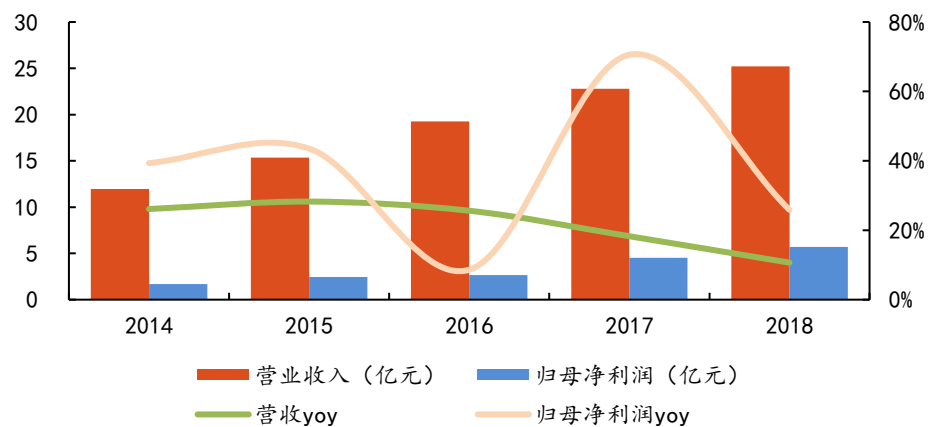
务 与 工 具	应急处置 工具箱	天镜网络安全事 件应急处置工具 箱	通过安全策略快速定位问题，融合多种网络安全应急处置能力与实践经验，针对网 络攻击、网络入侵、恶意程序等导致的网络安全突发事件，实现快速响应，并尽可 能将事件造成的损失和影响降到最低。
具	其他	视频安全防护处置系统等	

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

### 1.3. 公司盈利能力持续强劲

并购带来业绩的持续高增长。公司营业收入从 2014 年的 11.96 亿增长至 2018 年的 25.22 亿，CAGR+20.50%；公司归母净利润从 2014 年的 1.70 亿元增长至 2018 年的 5.69 亿元，CAGR+35.26%，公司净利润的增长幅度远高于营收。公司自上市以来，不断进行并购，近 5 年并购项目增多，带来公司业绩上的持续稳健高增长，2018 年公司营收增速放缓，由于剥离了业绩欠佳的安方高科，19H1 公司实现营收 8.82 亿元，同比增长 19.13%。从净利润来看，公司 2018 年的增速达到 25.88%，公司净利润增长依然维持较高水平，预计公司 19 年业绩会持续高增长。

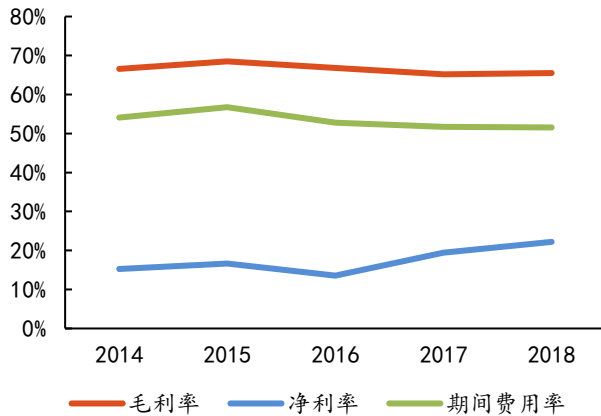
图表 3：公司营收与归母净利润



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

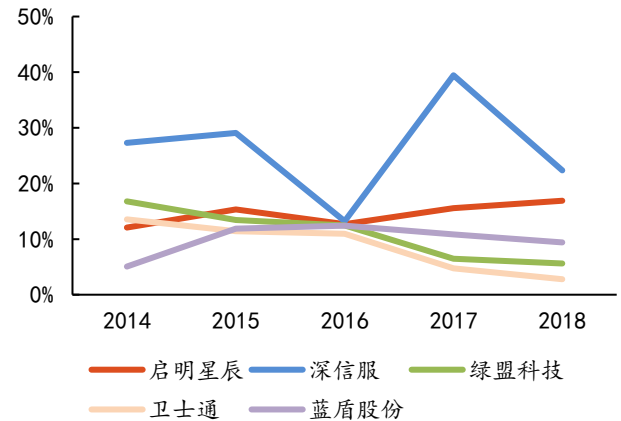
公司费率得到有效控制，盈利质量稳步提升。公司的费率从 2014 年到 2018 年呈现明显的下降趋势，公司近三年的费率维持在 52% 左右，公司的成本得到有效控制，显著表现在于公司的销售费用率从 2014 年 30.93% 下降到 2018 年的 24.30%，公司近三年的销售费用率都在 30% 以下。由于公司的下游客户具有高政策壁垒以及公司战略大客户的营销和服务模式和渠道覆盖体系的良好互动性，公司体系化营销优势凸显。公司的毛利率较高，2014-2018 年毛利率都不低于 65%，维持高位。公司的净利率从 2014 年的 15.23% 增长到 2018 年的 22.21%，近三年净利润增速加快，公司的盈利质量在稳步提升。

图表 4：毛利率、净利率、期间费用率变动情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5：同行可比公司 ROE（平均）情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

净资产收益率稳步上升，同行可比公司中，投资价值凸显。选取网络安全产业相关可比上市公司，其中启明星辰的 ROE（平均）稳步上升，从 2014 年的 12.04% 上升到 2018 年的 16.92%；绿盟科技、卫士通以及蓝盾股份的 ROE 呈现下降趋势，2018 年三家公司的 ROE 均低于 10%；深信服 ROE 较高，但波动性较大，公司 ROE 从 2014 年的 27.32% 到 2018 年的 22.37%，总体上呈下降趋势，此外深信服于 2018 年上市，上市仅 1 年，预计未来深信服的 ROE 会继续下降。综合同行可比上市公司，预计启明星辰在 2019 年 ROE 会持续稳步攀升。

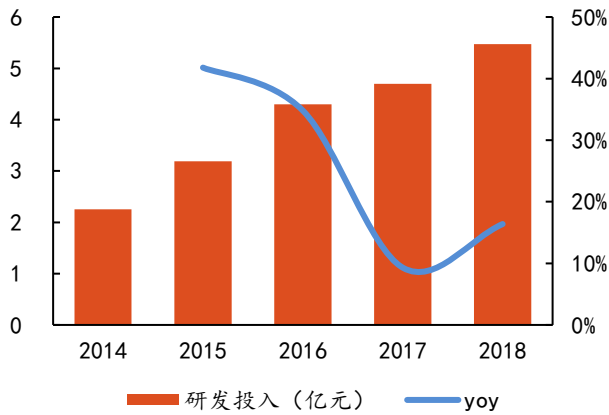
## 2. 研发驱动与外延并购打造安全堡垒

### 2.1. 研发投入保障与研发团队打造促进研发能力提升

研发投入持续高增长，科研血液不断补充，保障公司研发能力。公司研发投入从 2014 年 2.25 亿增长至 2018 年 5.47 亿，CAGR+24.87%；研发投入占营收比重从 2014 年的 18.79% 上升至 2018 年的 21.70%，研发投入占比稳步上升，公司研发投入持续维持高增长、高投入。公司研发资本化比例长期维持低位，且近三年呈现显著下降趋势，公司研发含金量在稳步提升。公司研发人员从 2014 年 1030 人增长至 2018 年 1645 人，CAGR+12.42%，公司研发人员规模不断增大；公司研发人员占比从 2014 年的 38.56% 上升至 2018 年的 42.58%，公司研发人员占比较大，为公司科研人才储备提供充足的有生力量，有助于公司技术发展长期保持领先优势。

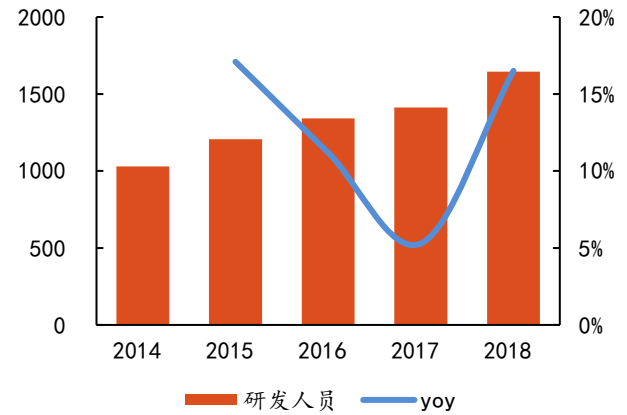


图表 6：研发投入变动情况



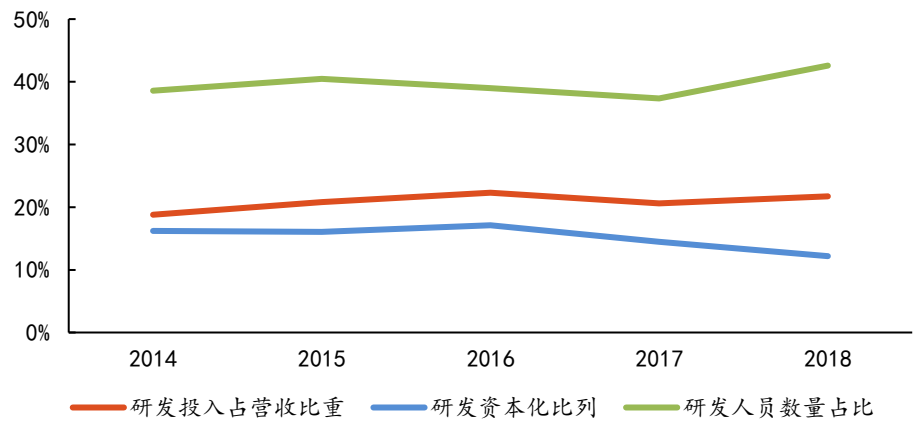
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7：研发人员变动情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 8：研发投入占比、研发资本化比例、研发人员占比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**打造重点技术研究团队，稳固研发实力，提升公司研发能力。**启明星辰积极防御室（简称“ADLab”）于 1999 年成立，是中国安全行业最早成立的攻防技术研究实验室之一，微软 MAPP 计划核心成员以及“黑雀攻击”概念首推者。该实验室致力于网络安全攻防技术研究，在移动终端安全、云安全、工控安全、物联安全、基础操作系统等领域均有前瞻性技术研究成果。ADLab 已通过 CVE 累计发布安全漏洞近 1000 个，通过国家信息安全漏洞共享平台（CNVD）累计发布安全漏洞近 500 个，根据 CNVD 的评比，启明星辰在企业单位原创上排名第一。

图表 9：CNVD 企业单位原创积分



资料来源：CNVD，东方财富证券研究所

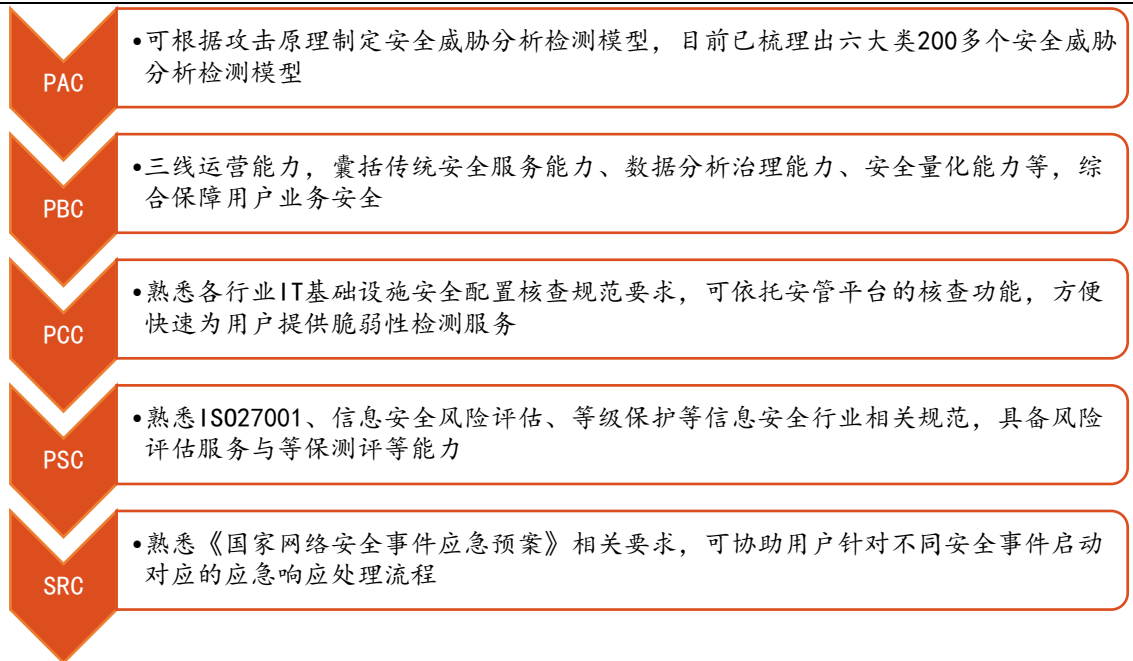
图表 10：泰合北斗态势感知体系



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

泰合北斗安全服务团队（“简称泰合北斗”）成立于 2016 年，是国内最早成立的网络安全管理平台研发团队之一，2019 年 2 月泰合北斗正式被纳入公司北斗安全运营体系，成立北斗安全运营中心。泰合北斗依托于启明星辰泰合网络安全管理平台旨在解决用户实时安全事件监控和响应方面运营的痛点问题。团队具备五大核心能力，分别是：安全分析能力 PAC、安全运营能力 PBC、态势监测能力 PCC、专家服务能力 PSC、应急响应能力 SRC。泰合北斗自成立以来，已先后在 G20 峰会、全国两会、反法西斯胜利 70 周年、“一带一路”高峰论坛等重要时期承担过安全保障任务，公司客户涉及到政府、企业、能源、电信、交通、媒体等行业。

图表 11：泰合北斗五大安全能力



资料来源：启明星辰官微，东方财富证券研究所

Venus Eye 金睛安全研究团队（简称“金睛团队”）是启明星辰集团检测产品本部从事专业安全分析的技术型团队。团队研究的领域包括二进制安全、Web 安全、移动安全、物联网安全、工控安全等，在针对 APT 攻击中最常使用的 0day 漏洞攻击检测技术的研究方面尤为深入，并获得了多项相关技术的专利权。金睛团队的主要职责包括对集团检测类产品产生的安全日志、样本数据进行深度

的挖掘与分析，提升产品安全检测能力；跟踪分析热点安全事件；协助行业客户解决专业安全问题等。金睛团队还组建了 7\*24 小时值班应急小组，随时应对突发重要安全事件，响应速度业界一流。团队成立至今，已先后公开或定向发布了发布了包括深度分析、应急响应以及年度报告等数十份专业安全行业分析报告，这些成果不断的提升金睛在安全业界的影响力，也为用户的安全方案建设及决策提供了专业性指导建议。

图表 12：金睛主要报告

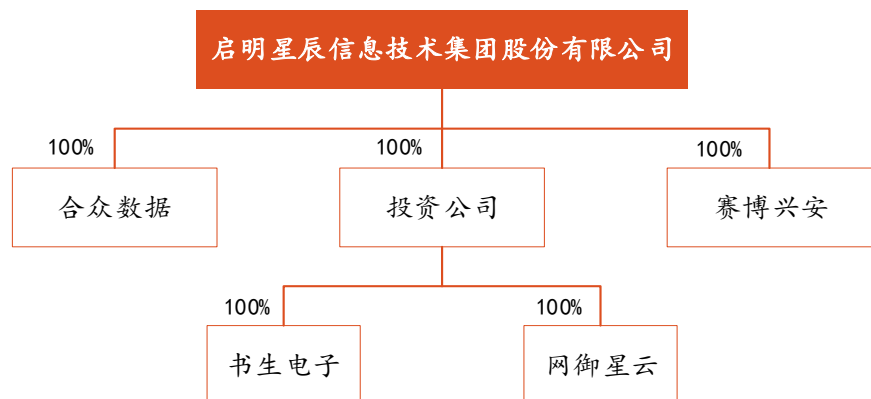
报告类型	报告名称
深度分析	“狼毒草” APT 组织——持续多年的定向攻击威胁
	白象组织近期动态报告
	隐藏 17 年的 office 远程代码执行漏洞现 POC 样本
	海莲花组织最新攻击事件分析
应急响应	内核级后门 Double Pulsar 分析报告
	系统清理根据 C Cleaner 被植入后门，上百万用户或受感染
	“沙虫”二代漏洞来袭，启明星辰发布解决方案
年度报告	新型“Petya”勒索病毒来袭，启明星辰推出解决方案
	2017 网络安全态势观察报告
	2016 金睛年度监测数据分析报告
	2015 海德薇 Hedwig 黑客组织分析报告

资料来源：启明星辰官微，东方财富证券研究所

## 2.2. 并购整合提升网络安全整体实力

公司自上市以来通过不断并购整合网络安全行业优质企业，优质企业的并购整合不仅为企业带来当期业绩的增长，同时内能不断拓宽企业产品线，加深技术积累，外能使企业不断应对行业发展的新挑战，稳固行业地位，从而为公司带来长足的发展。通过并购整合，目前公司主要子公司是网御星云、书生电子、合众数据、赛博兴安等。

图表 13：公司主要控股子公司



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2012年7月，公司以2.3亿元收购网御星云100%股权。网御星云2012-2014年业绩承诺超额完成，完成率达209.96%。网御星云的前身是联想集团的信息安全服务事业部，网御星云在UTM网关以及防火墙等网络安全防护产品中拥有

行业领先的技术实力。网御星云的加入助力启明星辰的 UTM 产品成为市场龙头，根据 IDC 测算，截止 2018 年，已经连续七年占据市场份额第一。

**2014 年 11 月至 2016 年 1 月，公司分两次并购合众数据，合计以 3.33 亿元获得其 100% 股权。**合众数据 2015-2017 年业绩承诺完成率达 103.33%，完成承诺期合计承诺业绩。合众数据是从事大数据处理技术和安全数据交换产品研发与销售的信息安全厂商，是“国家 863”信息安全等级保护技术联盟的发起单位，在大数据分析处理、边界接入、隔离交换等方面有着深厚的技术积累，主要用户集中在公安、军队、政府等重要行业用户。

**2014 年 10 月到 2016 年 9 月，公司分三次并购书生电子，合计以 2.09 亿获得其 100% 股权。**书生电子是数据安全领域的领先企业，在数字签名、电子印章、文档安全等安全文档技术方面有着深厚的技术积累。书生电子 2016-2018 年业绩承诺完成率 81.10%，未能完成业绩承诺，由于政府在相关领域启动新的行业标准和准入机制，导致新增市场需求有一定滞后。公司顺应新形势作了积极调整，在国家文档安全新的标准和准入方面投入大量人力、物力并取得突破性进展，公司于 2018 年正式发布信息安全领域首款电子签章产品——启明星辰电子签章系统，充分满足互联网+政务服务体系建设的刚需。

**2016 年 12 月至 2019 年 7 月，公司分两次并购赛博兴安，合计以 6.44 亿元获得其 100% 股权。**赛博兴安 2016-2018 年业绩承诺完成率达 103.53%，完成承诺期合计承诺业绩。赛博兴安核心技术为兴安网络处理平台、线速硬件加解密处理平台、物理级网络安全隔离体系和网络安全数据分析平台。赛博兴安的并入将完善公司在安全加密领域的布局，加强并扩大网络传输加密、加密认证及数据安全、军队军工行业安全管控、不同安全域间网络互联等领域的影响力。

图表 14：主要并购标的承诺业绩及完成情况（单位：万元）

网御星云	2012	2013	2014	完成率
业绩承诺	2950	3420	2650	209.96%
完成情况	4142.35	6655.4	8141.33	
合众数据	2015	2016	2017	完成率
业绩承诺	2500	3125%	3610	103.33%
完成情况	2016.13	3310.46	4215.81	
书生电子	2016	2016-2017	2017-2018	完成率
业绩承诺	1680	3696	6115	81.10%
完成情况	1488.34	3174.33	4959.34	
赛博兴安	2016	2017	2018	完成率
业绩承诺	3874.00	5036.20	6547.06	103.53%
完成情况	3931.49	5070.07	7040.73	

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

### 3. 政策东风与行业龙头背靠安全港湾

#### 3.1. 政策加码，等保 2.0 持续释放政策红利

中共中央网络安全和信息化委员会的成立深化网络安全的国家战略。2013 年十八届三中全会上我党提出成立国家安全委员会，并且将信息安全作为国家

安全体系的重要部分纳入国家战略。2014年2月成立中央网络安全和信息化领导小组，这是国家加强网络安全和信息化发展顶层设计的重大举措，进一步有力保障和推进我国网络安全与信息化进程。2018年3月中央网络安全和信息化领导小组改为中国共产党中央网络安全和信息化委员会，进一步深化在网络安全领域的顶层设计与总体布局。

图表 15：等保 1.0 以来政策梳理

日期	政策	发文单位	内容
2018.6	《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》	公安部	为贯彻落实《中华人民共和国网络安全法》，深入推进实施国家网络安全等级保护制度
2018.3	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	中央网信办、工信部	加快扶持培育一批自主创新能力强、发展潜力大的网信企业在主板、中小板和创业板首次公开发行和再融资。推动网信企业并购重组，鼓励网信企业通过并购重组，完善产业链条，引进吸收国外先进技术，参与全球资源整合，提升技术创新和市场竞争能力
2017.7	《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》	国家互联网信息办公室	作为《网络安全法》的重要配套法规
2017.6	《国家网络安全事件应急预案》	中央网信办	明确网络安全事件应急处置工作实行责任追究制
2017.1	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）》	工信部	首次明确提出信息安全产品收入目标，即到“十三五”末达到2000亿元，年均增长20%以上。
2016.12	《国家网络空间安全战略》	国家互联网信息办公室	我国就网络空间安全问题首次发布的战略文件。明确网络空间安全工作的战略任务要从九个方面入手：捍卫网络空间主权、维护国家安全、保护关键信息基础设施、加强网络文化建设、打击网络恐怖和违法犯罪、完善网络治理体系、夯实网络安全基础、提升网络空间防护能力、强化网络空间国际合作
2016.11	《中华人民共和国网络安全法》	全国人大	于2017年6月1日起施行，从网络运营安全、网络信息安全及管件信息基础设施保护等三个方面，就“相关责任方”、“管理措施”及“技术措施”等三个维度总结具体实施要点。标志着我国对于整个国家网络安全的投入和建设进入了一个新的历史阶段，相关工作也进入有法可依、强制执行的阶段
2015.7	《中华人民共和国国家安全法》	全国人大	以法律形式确立国家安全领导体制和总体国家安全观的指导地位
2014.1	《关于进一步加强军队信息安全工作的意见》	中央军委	把信息安全作为军事斗争准备的保底工程，强力推进国产自主化建设应用，夯实信息安全根基
2012.7	《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	国务院	大力推进信息化发展，切实保障信息安全

资料来源：政府网站，东方财富证券研究所

**等保 1.0 以来政策加码助推网络安全行业大发展。**2007 年我国发布《信息安全等级保护管理办法》（简称“等保 1.0”），等保 1.0 的发布实现了对网络信息系统的分等级保护、对网络信息安全产品的分等级管理、对网络信息安全事件的分等级响应管理的制度标准化，随后，我国对网络安全领域的政策不断加码。

**等保 2.0 催生网络安全行业发展新趋势。**2019 年 5 月 13 日《信息安全技



术网络安全等级保护基本要求》由国家市场监督管理总局正式发布，并将于2019年12月1日起实施，意味着我国网络安全等级保护工作正式进入2.0时代。启明星辰作为唯一全部参与等保2.0三个部分（基本、测评、安全设计）标准起草单位的安全厂商，将会充分享受等保2.0的政策红利。等保2.0将等保等级由低到高划分1-5个等级，并针对相应等级保护对象提出相应的基本安全保护能力要求。

图表 16：等保 2.0 等级划分及安全防护能力要求

级别	备案要求	适用情况	能力要求
第一级：自主保护级	无需备案，对测评周期无要求	一般的信息系统，其受到破坏后，会对公民、法人和其他组织的合法权益造成损害，但不损害国家安全、社会秩序和公共利益	应能够防护免受来自个人的、拥有很少资源的威胁源发起的恶意攻击、一般的自然灾害、以及其他相当危害程度的威胁所造成的关键资源损害，在自身遭到损害后，能够恢复部分功能
第二级：指导保护级	公安部门备案，建议两年测评一次	一般的信息系统，其受到破坏后，会对公民、法人和其他组织的合法权益产生严重损害，或者对社会秩序和公共利益造成损害，但不损害国家安全	应能够防护免受来自外部小型组织的、拥有少量资源的威胁源发起的恶意攻击、一般的自然灾害、以及其他相当危害程度的威胁所造成的关键资源损害，能够发现重要的安全漏洞和处置安全事件，在自身遭到损害后，能够在一段时间内恢复部分功能
第三级：监督保护级	公安部门备案，要求每年测评一次	信息系统受到破坏后，会对社会秩序和公共利益造成严重损害，或者对国家安全造成损害	应能够在统一安全策略下防护免受来自外部有组织的团体、拥有较为丰富资源的威胁源发起的恶意攻击、较为严重的自然灾害、以及其他相当危害程度的威胁所造成的主要资源损害，能够及时发现、监测攻击行为和处置安全事件，在自身遭到损害后，能够较快恢复绝大部分功能
第四级：强制保护级	公安部门备案，要求半年一次	信息系统受到破坏后，会对社会秩序和公共利益造成特别严重损害，或者对国家安全造成严重损害	应能够在统一安全策略下防护免受来自国家级别的、敌对组织的、拥有丰富资源的威胁源发起的恶意攻击、严重的自然灾害、以及其他相当危害程度的威胁所造成的资源损害，能够及时发现、监测发现攻击行为和处置安全事件，在自身遭到损害后，能够迅速恢复所有功能
第五级：专控保护级	公安部门备案，依据特殊安全需求进行	信息系统受到破坏后，会对国家安全造成特别严重损害	第五级安全保护能力，不在等保系列标准中阐述

资料来源：启明星辰官网，东方财富证券研究所

等保 2.0 结合当今网络安全形势，从等保 1.0 的计算机信息系统为保护对象扩大为包含网络安全基础设施，将“云计算、物联网、移动互联网、大数据和工业控制系统”都纳入到保护对象中。依据网络安全业态，等保 2.0 在入侵防范、集中管控、恶意代码防范以及安全审计方面提出了新的要求，与之相对应的网络安全产品也将会打开市场空间。

图表 17：等保 2.0 新增要求对应安全防护产品

网络安全业态	新增要求	对应产品要求	启明星辰对应产品
入侵防范	应在关键网络节点处检测、防止或限制从内部发起的网络攻击行为	防火墙、IDS、IPS	天清汉马防火墙、天阗入侵检测与管理、天清入侵防御系统
	应采取技术措施对网络行为进行分析，实现对网络攻击特别是信息网络安全攻击行为的分析	流量回溯、APT	天阗 APT 系列



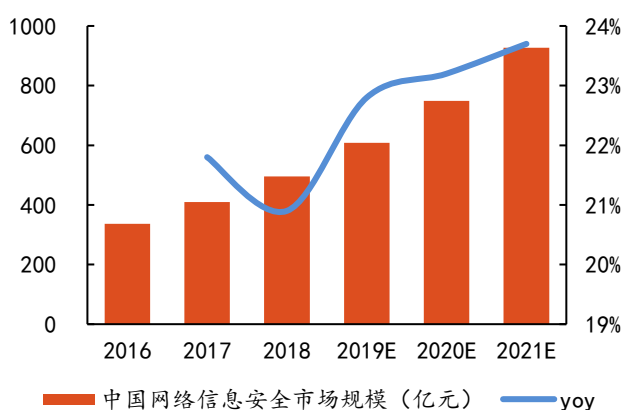
	应能够建立一条安全的信息传输路径，对网络中的安全设备或安全组件进行管理	VPN	天清汉马 VPN 安全网关系统
	应对网络链路、安全设备、网络设备和服务器等的运行状况进行集中监测	堡垒机	天玥运维安全网关
集中管控	应对分散在各个设备上的审计数据进行收集汇总和集中分析	日志审计	新一代泰合信息安全运营中心系统
	应对安全策略、恶意代码、补丁升级等安全相关事项进行集中管理	终端安全软件	天珣内网安全风险管理与审计系统
	应能对网络中发生的各类安全事件进行识别、报警和分析	SOC/态势感知	泰合安全管理平台、启明星辰网络安全态势感知平台
恶意代码防范	应在关键网络节点处对垃圾邮件进行检测和防护，并维护垃圾邮件防护机制的升级和更新	邮件防护	天清汉马一体化安全网关
安全审计	应确保审计记录的留存时间符合法律法规要求	日志审计	天玥网络安全审计系统

资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

### 3.2. 行业龙头地位稳固

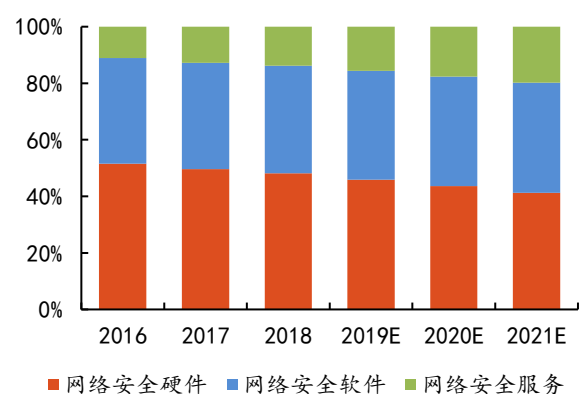
我国网络安全市场规模大，增速快，未来向网络安全服务转型。根据 CCID 的预测，2018 年我国信息安全市场规模达 495.2 亿元人民币，2021 年我国网络安全信息市场规模预计达 926.8 亿元，2016-2021CAGR22.48%。我国网络安全产品以网络安全硬件产品为主，2018 年网络安全硬件占比达 48.1%，全球网络安全产品则以服务为主，2018 年占比达 64.4%，未来随着云服务加速渗透、企业对网络安全服务的持续性的重视提高，我国网络安全产业将向国际靠拢，逐步由网络安全软硬件产品向服务转移。根据 CCID 的预测，2021 我国网络安全服务占比将从 2016 年的 11.1% 提升到 19.8%。

图表 18：中国网络信息安全市场规模



资料来源：CCID，东方财富证券研究所

图表 19：2016-2021 年中国网络安全市场结构



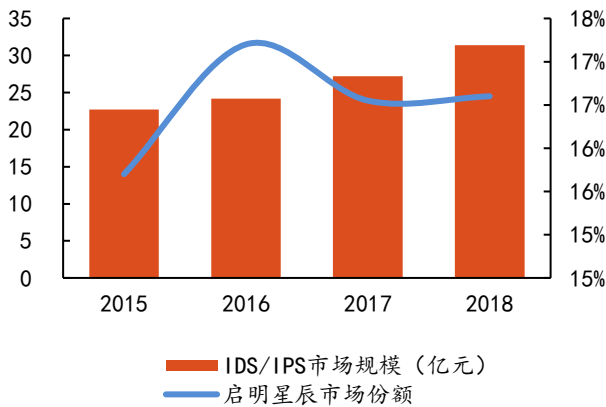
资料来源：CCID，东方财富证券研究所

连续七年领跑中国网络信息安全市场，稳居行业第一的位置。公司自 2012 年起，在网络安全细分领域占据多项行业前列。其中，入侵检测与防御 (IDS/IPS)、统一威胁管理 (UTM)、安全管理平台 (SOC)、数据安全产品长期占据市场第一。

根据 CCID 的测算，2018 年 IDS/IPS 产品市场规模达 31.4 亿元，启明星辰

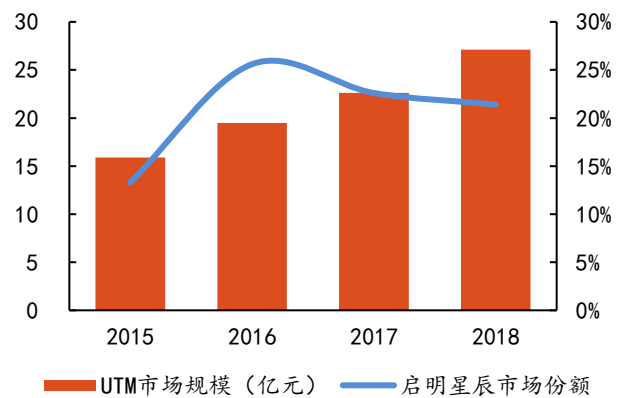
以 16.6% 市场份额位居首位，连续 17 年在该领域市占率第一。UTM 市场规模达 27.1 亿元，启明星辰以 21.4% 市场份额排名第一，连续 12 年在该领域市场排名第一。SOC 市场规模达 18.3 亿元，启明星辰以 23.5% 的市场份额排名第一，连续 11 年市场排名第一；此外，公司的泰合 TSOC 安全管理平台 2018 年再次入选 Gartner SIEM 魔力象限，已连续两年成为亚洲唯一入围 Gartner SIEM 的安全厂商。数据安全市场规模达到 25.3 亿元，启明星辰以 9.9% 市场份额排名第一，连续四年市场排名第一。

图表 20: IDS/IPS 市场规模及启明星辰市场份额变化



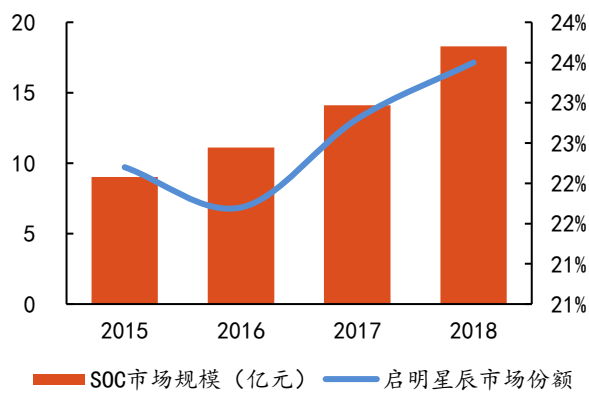
资料来源: CCID, 东方财富证券研究所

图表 21: UTM 市场规模及启明星辰市场份额变化



资料来源: CCID, 东方财富证券研究所

图表 22: SOC 市场规模及启明星辰市场份额变化



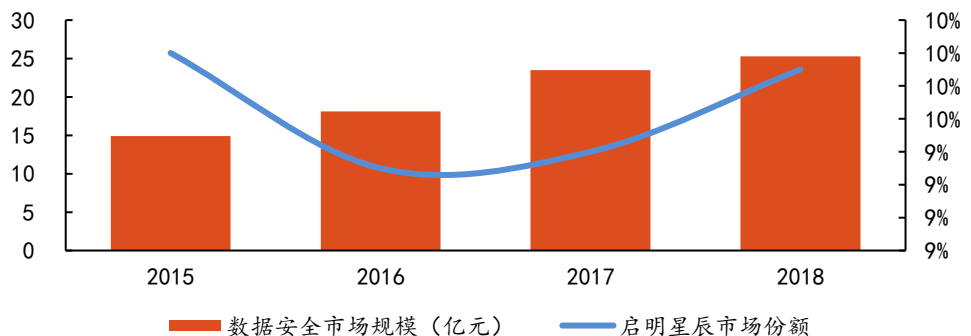
资料来源: CCID, 东方财富证券研究所

图表 23: TSOC 安全管理平台 2018 年入选魔力象限



资料来源: Gartner SIEM, 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 24: 数据市场规模及启明星辰市场份额变化



资料来源: CCID, 东方财富证券研究所

## 4. 三大战略推动安全飞翔

### 4.1. 智慧城市安全运营中心相继落地，推进业绩提档换速

**智慧城市上升到国家战略层面。**国家在 2012 年首次提出智慧城市战略，并在 2014 年发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020）》、《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》中提出到 2020 年建设一批特色鲜明的智慧城市，正式将智慧城市建设上升到国家战略，进入十三五时期，我国智慧城市出台一系列政策，以推动智慧城市建设。

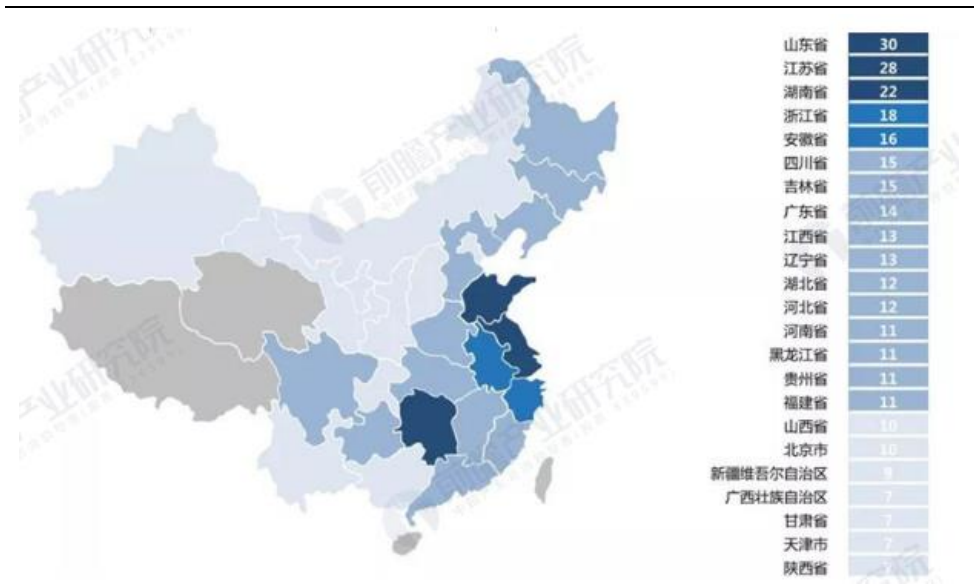
图表 25：智慧城市相关政策

时间	政策名称	主要内容要点
2018.9	《国家健康医疗大数据标准、安全和服务管理办法（试行）》	加强健康医疗大数据的标准管理、安全管理和服务管理，推动健康医疗大数据惠民应用，促进健康医疗大数据产业发展。
2018.4	《国务院办公厅关于印发科学数据管理办法》	科学数据管理遵循分级管理、安全可控、充分利用的原则，明确责任主体，加强能力建设，促进开放共享。
2017.12	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020）》	通过实施四项重点任务，力争到 2020 年，一系列人工智能标志性产品取得重要突破，在若干重点领域形成国家竞争优势，人工智能和实体经济融合进一步深化，产业发展环境进一步优化。
2017.9	《智慧城市时空大数据与云平台建设技术大纲（2017 版）》	指导各地加快推进智慧城市时空大数据与云平台试点建设、加强与其他部门智慧城市工作的衔接、全面支撑智慧城市建设。
2017.1	《大数据产业发展规划（2016-2020 年）》	到 2020 年，技术先进、应用繁荣、保障有力的大数据产业体系基本形成。大数据相关产品和服务业收入突破 1 万亿，年均复合增长率保持 30%左右，加快建设数据强国，为实现制造强国和网络强国提供强大的产业支撑。
2016.12	《“十三五”国家信息化规划》	到 2018 年，分级分类建设 100 个新型示范性智慧城市；到 2020 年，新型智慧城市建设取得显著成效，形成无处不在的惠民服务、透明高效的在线政府、融合创新的信息经济、精准精细的城市治理、安全可靠的运行体系。
2016.2	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	到 2020 年，建成一批特色鲜明的智慧城市，通过智慧城市建设和其他一系列城市规划建设管理措施，不断提高城市运行效率。

资料来源：政府网站，东方财富证券研究所

**住建部等多部门试点智慧城市。**住建部从 2012 年开始，确立了第一批 90 个国家智慧城市试点，随后在 2013 年和 2015 年分别扩增 103 个和 84 个国家智慧城市试点。此外，国家工信部、发改委、国家测绘地理信息局等也相继发布智慧城市建设方案及试点。根据前瞻产业研究院的整理，截止到 2018 年 11 月底我国超过 500 个城市正在规划和建设智慧城市。

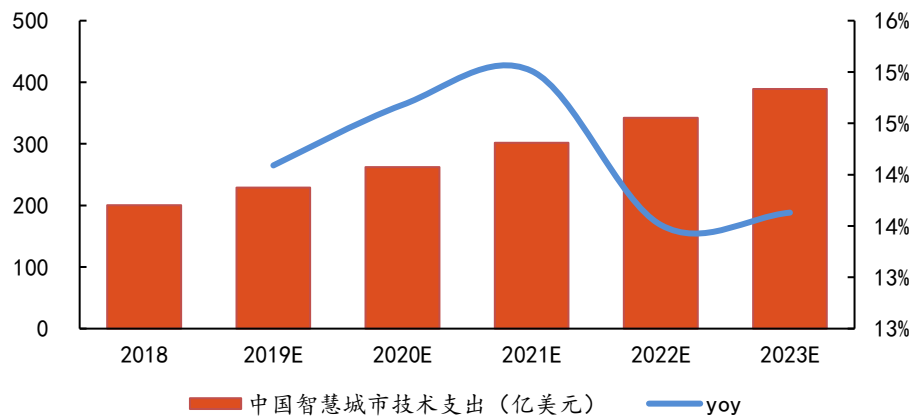
图表 26：截止至 2018 年 11 月底我国各省智慧城市试点汇总



资料来源：德勤，前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

智慧城市技术支出规模伴随智慧城市的发展不断扩大。智慧城市中存储了海量城市数据信息，包括个人隐私信息、企业和政府敏感数据，保障智慧城市大数据安全，无疑是智慧城市建设过程中面临的艰巨任务。伴随着智慧城市的发展，智慧城市技术支出投资规模在不断扩大，根据 IDC 的测算，2018 年我国智慧城市的技术支出投资规模达到 200.53 亿美元，预计 2023 年将达到 389.23 亿美元，2018-2023 CAGR14.18%。

图表 27：我国智慧城市技术支出



资料来源：IDC，东方财富证券研究所

启明星辰北斗安全运营中心三线运营体系开辟“第三方独立网络安全运营”。公司北斗安全运营中心依托于泰合北斗，形成了基于态势感知平台的三线运营体系。一线立足于数据，负责基础数据建设、全方位安全监控等，要求安全运营人员具备安全监测、安全应急响应、技术平台运行维护、安全数据归一化处理以及数据质量维护保障的能力。二线立足于内容，负责数据分析模型定义、处理应急安全事件、提供安全服务等，要求安全运营人员具备依托安全态势感知平台提供技术支持以及面向客户的业务深度分析能力。三线立足于流程，负责整体运营规划设计、运营指标模型等，要求安全运营人员具备安全运营顶层设计、安全运营要素全方位整合能力。

“第三方独立网络安全运营”在三线运营的基础上，实现了对客户的网络安全业务进行集中托管的模式，从而提供 7\*24 小时的整体安全服务。此外，



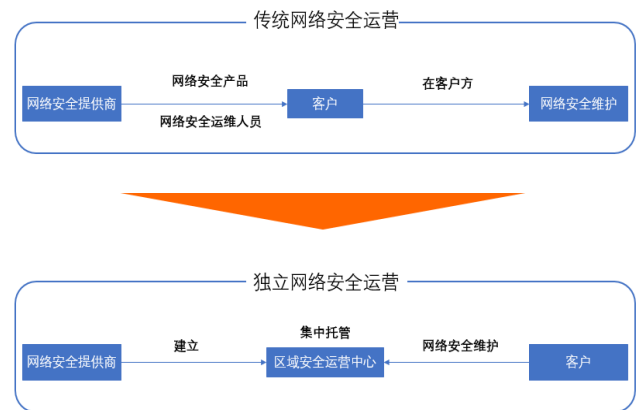
建立城市间安全运营中心横向沟通机制，实现各个运营中心的系统层面威胁情报传递功能，形成安全事件的快速应急响应体系，从而有效提高应对网络安全事件的防御能力。

图表 28：北斗安全运营中心三线运营体系



资料来源：北斗安全运营中心，东方财富证券研究所

图表 29：第三方独立网络安全运营



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

**战略布局城市级安全运营中心。**2017 年底公司开始在全国范围布局智慧城市的独立安全运营中心建设，战略布局城市级安全运营中心，目前已有成都安全运营中心、济南安全运营中心、郑州安全运营中心三门峡分中心投入运营。

2017 年末成都安全运营中心正式启用。成都安全运营中心已实现海量网络数据的实时监测，对各类安全事件及情报的快速获取，应用人工智能、大数据分析等技术，为用户提供事件分析与审计、风险评估与度量、预警与响应、安全态势分析等多项安全服务。

图表 30：启明星辰成都安全运营中心监控大厅



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

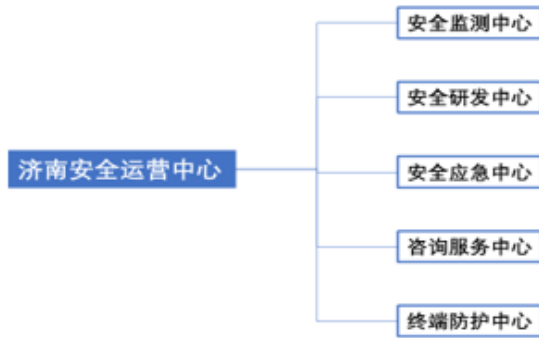
图表 31：启明星辰成都安全运营中心业务体系

构成	业务
监控大厅	网站安全检测服务、安全监测分析服务、应急响应处置服务、安全评估加固服务、重大活动保障服务、安全能力提供服务
专项实验室	大数据安全实验室、深度安全攻防实验室、工控安全实验室
培训服务中心	提供专业安全人员培训

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

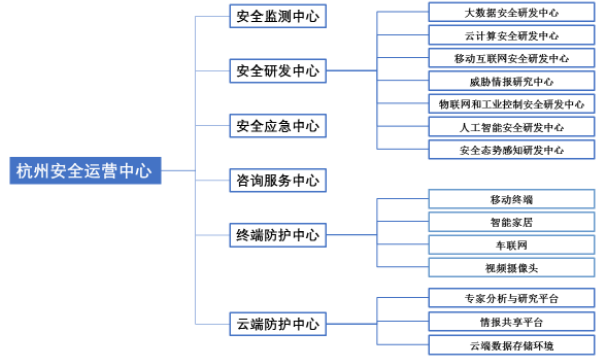
2019年4月上市启明转债，募资10.45亿元用于济南、杭州、郑州、昆明的城市安全运营中心建设，网络安全运营中心主要包括安全监测中心、安全研发中心、安全应急中心、咨询服务中心、终端防护中心以及云端防护中心。此外，公司将在昆明、郑州等地建立网络安全培训学院，为企业与个人客户提供网络安全培训服务，培养国内一流、专业的网络安全人才。

图表 32：启明星辰济南安全运营中心



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

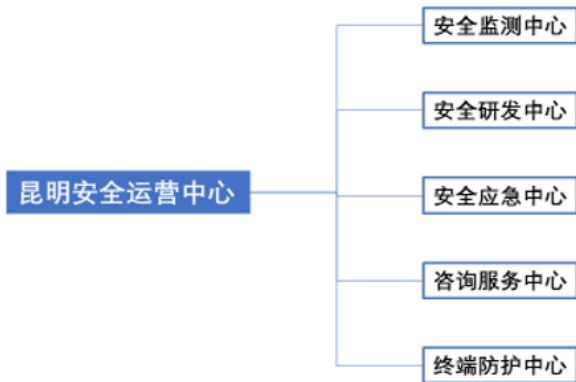
图表 33：启明星辰杭州安全运营中心



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

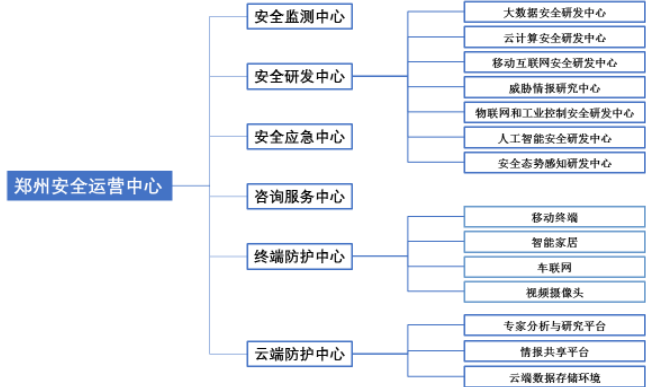
此外，公司与攀枝花、西宁、天津、武汉、重庆、西安、大连、青岛、无锡、南昌等10多个城市达成战略合作协议，帮助城市全面提升安全能力，为智慧城市、城市云、大数据中心及其他城市关键信息基础设施建立网络安全监测、信息通报和应急处置机制，实现“全天候、全方位”的网络安全态势感知、运维服务、应急响应能力。

图表 34：启明星辰昆明安全运营中心



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 35：启明星辰郑州安全运营中心



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

**城市运营中心建设周期短、投资回报高、发展前景大。**根据公司的测算，城市安全运营中心的建设周期都在三年内，建设周期较多，其中济南和昆明的运营中心分别于2020年和2021年投入使用，杭州已于2017年获得浙江省杭州市滨江区发改委企业投资项目备案，郑州同样于2017年完成企业投资项目备案。城市安全运营中心的IRR都不低于20%，投资回报周期在6年左右，伴随着公司合作城市的增多，公司城市安全运营中心未来会成为公司重要的利润增长点。此外，城市安全运营中心也将带动公司的网络安全产品采购，发挥业务的协同效应。



图表 36：项目财务评价

城市	投资额 (万元)	建设期 (年)	竣工 时间	年均销售收 入(万元)	年均利润 (万元)	IRR	Pt(年)
济南	9200	2.5	2020. 5	5775	2122	0.2222	5.93
杭州	28000	2.5	—	17924	6283	0.2074	6.14
昆明	47300	3	2021. 3	34620	13242	0.2078	6.33
郑州	50500	3	—	38326	14660	0.2036	6.38

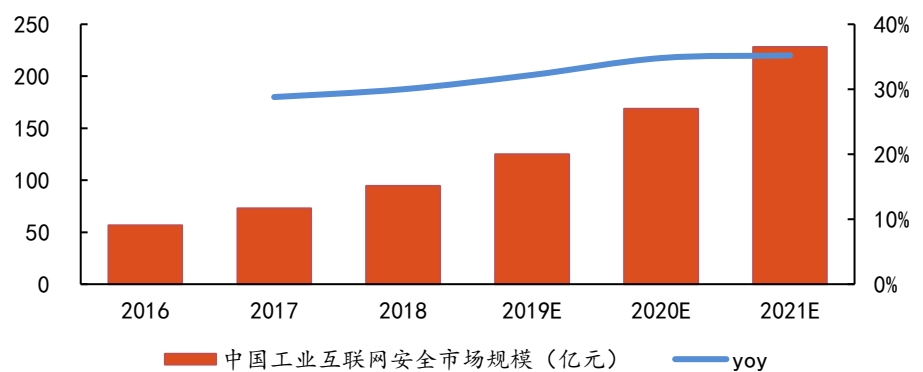
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

注：Pt，税后，含建设期

#### 4.2. 工控安全积累深厚，积极拥抱工业互联网安全

工业网络亟需安全防御策略保护，市场空间大。工业互联网安全基于工控终端安全、边界防护（工控防火墙和工控网闸）、工控异常检测、工控漏扫和工控SOC等产品建立面向工业互联网的安全管控平台。工业网络互连程度的提高使传统安全威胁可以迅速渗透到工业网络中，由于早期的工业互联网安全防护措施的欠考虑以及工控协议标准和实现细节的公布，攻击者可以通过深入挖掘工业标准的漏洞，发起针对特定工业协议专用的攻击。根据CCID数据，2018年中国工业互联网安全市场整体规模达95亿元，同比增长30%，预计未来三年保持不低于30%的增速，工业互联网安全市场规模2021年将达228亿元，2016-2021年CAGR为32.2%。

图表 37：中国工业互联网安全市场规模



资料来源：CCID，东方财富证券研究所

公司布局工控安全多年，技术积累深厚。公司2010年开始工控安全方面的研究，着手工业防火墙、工控漏扫等产品研发，2014年公司成立工控安全部，开展全集团的工业物联网信息安全业务。随后公司推出工控安全产品，并在行业发展中夯实了工业协议深度防护、异常流量自学习、关键设备运维审计、工控漏洞挖掘等多项核心技术。2018年公司紧随物联网时代发展，基于多年技术积累，积极推动工业物联网方向的安全布局。

图表 38：启明星辰工业互联网发展历程



资料来源：启明星辰工业物联网网络安全解决方案白皮书，东方财富证券研究所

工控安全应用集中在先进制造、石油、电力、轨道交通、烟草等行业。公司工控安全应用与各行业应用场景无缝联接，已在多个行业根据行业业务特点沉淀出切实可行的安全解决方案，在行业内处于第一梯队。

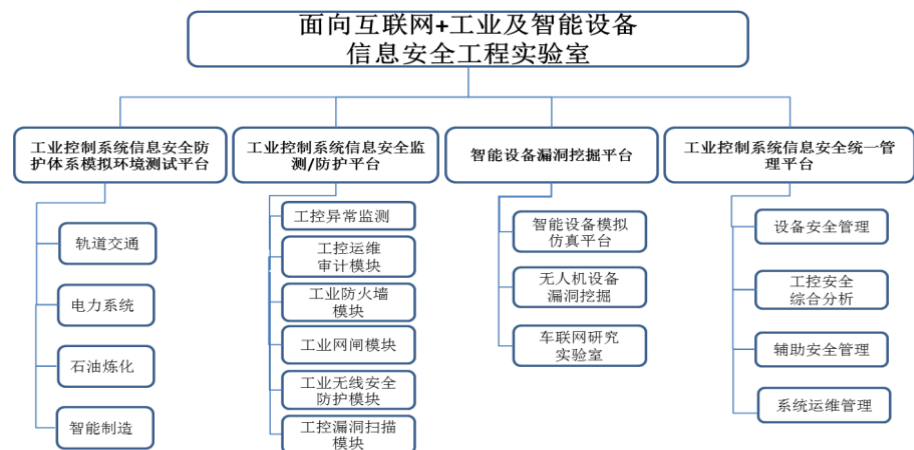
图表 39：启明星辰工控安全行业应用

行业	解决方案
先进制造业	针对机床类的精密加工场景，重点解决其普遍存在的网络安全域划分、机床近端防护措施缺失、运维操作无审计记录、缺少违规异常发现机制等问题
石油行业	开展多个油田、炼化厂两网隔离，实现注、采、输从井口到场站各类地面设备运行状况、设施工艺参数等数据安全传输到数据中心
电力行业	主要针对各级调度的电力监控系统、智能变电站、用采系统、电厂生产控制系统、电网配网的安全防护，实现工控网络入侵检测、敏感指令检测、异常流量监测，工控系统边界安全防护，运维操作审计，操作站安全管理
轨道交通	综合监控系统和信号系统均有多个建设样板工程，重点解决对车站级到中央级的严格访问控制，车地之间、自动化系统之间的安全通信，自动发现网络中的活跃主机、端口以及接口间的访问关系，对工控网络的各种入侵、病毒、木马攻击行为，发现 PSCADA、BAS 等系统指令异常，统一实时监测安全状态
烟草	已落实卷烟厂、复烤厂、醋纤公司、商业公司物流系统等众多工控安全项目

资料来源：启明星辰工业物联网网络安全解决方案白皮书，东方财富证券研究所

公司基于传统的工控安全技术基础，向工业物联网、工业互联网和车联网安全方向发展。公司建设了覆盖工控系统、物联网、车联网等的《面向互联网+工业及智能设备信息安全工程实验室》。实验室目前配备有西门子、施耐德、三菱、和利时等国内外主流自动化厂商控制设备及软件系统，高度仿真涉及轨道交通等多个行业工艺生产流程控制，并以此为基础开展工控设备攻防研究及展示、工控安全产品专业适配测试等工作。

图表 40：启明星辰信息安全工程实验室结构

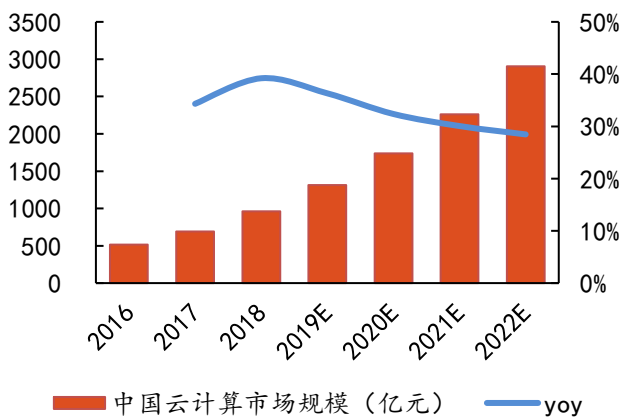


资料来源：启明星辰工业物联网网络安全解决方案白皮书，东方财富证券研究所

### 4.3. 云防护整体方案全方位保障云安全

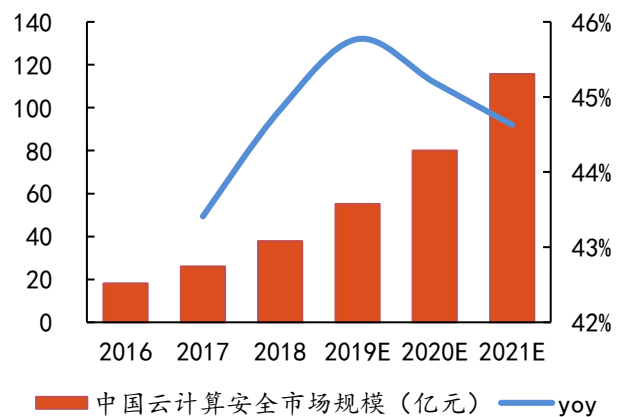
云计算市场带动云计算安全市场，市场大、增速快。根据中国信通院发布的《云计算发展白皮书（2019）》表明，2018 年我国云计算（公有云和私有云）市场规模测算达到 962.8 亿元，同比增长 39.2%，预计未来仍将保持 30% 以上的增长速度，到 2022 年规模将达 2902.9 亿元，2016-2022 年 CAGR33.41%。云计算的发展带动云安全市场的强劲需求，云计算安全市场规模根据 CCID 测算，2021 年达到 115.7 亿，2016-2021 年 CAGR 达 44.76%。

图表 41：中国云计算市场规模



资料来源：CCID，东方财富证券研究所

图表 42：中国云计算安全市场规模

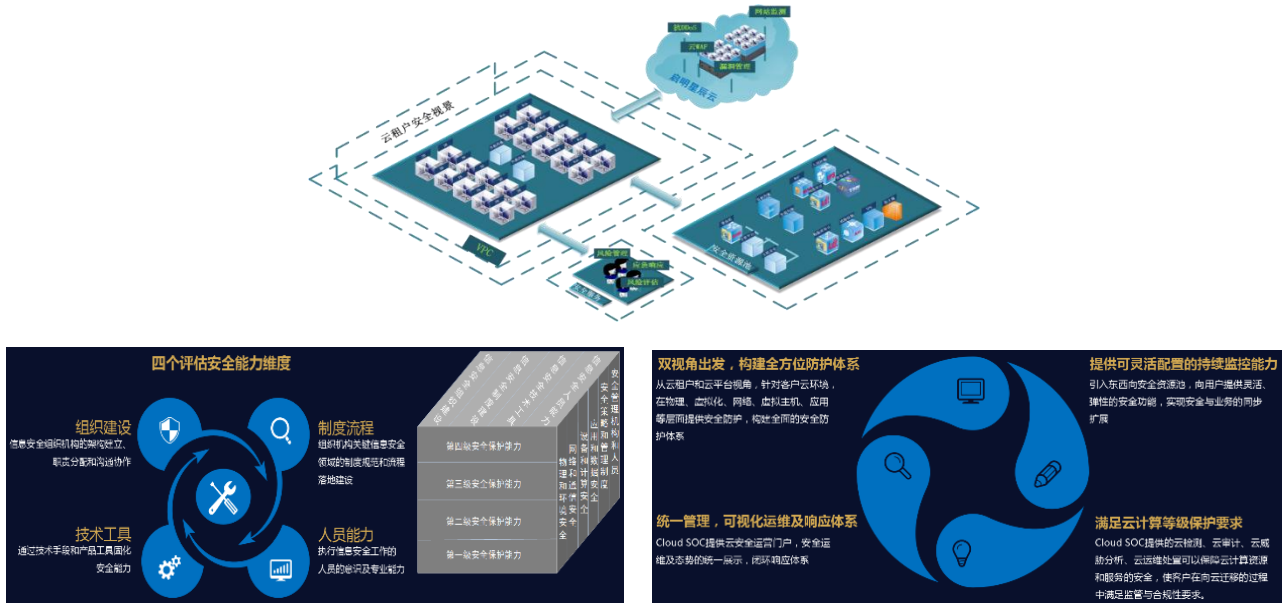


资料来源：CCID，东方财富证券研究所

公司结合自身在安全产品方面的优势，针对云计算安全防护提供综合管理。公司云安全防护以云平台、云租户、云上业务系统等为主要对象，以此满足客户的个性化需求。根据等保 2.0 标准规范基本要求及云计算扩展要求，公司提出了从组织建设、制度流程、技术工具、人员能力四个维度出发，重点实现和评估云安全等级保护能力。云安全管理平台综合云计算的特点，分别提供面向

租户的云租户安全门户和面向云安全管理员的安全管理门户，构建全方位防护体系，将安全能力统一管理，建立可视化运维及监控响应体系，满足云计算等级保护要求，实现云安全的集中监测、运维管理、安全服务等能力。

图表 43：启明星辰云安全建设方案



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司积极布局云安全，实现多项产品创新。公司依据云防护整体方案，依托于传统网络安全产品，实现多项云产品创新，实现对各种云平台包括华为云、腾讯云、浪潮云、天翼云、联通沃云等安全防护能力，目前云上客户覆盖政府、新闻媒体、医疗机构、金融行业、航空等领域，在国家关键基础设施保障方面发挥了巨大作用。

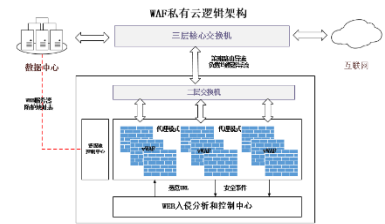
图表 44：启明星辰云安全产品

产品类型	产品名称	产品描述	产品展示
云安全资源池	云海安全专有云系统 (Vetrix)	产品包含虚拟化安全资源池、智慧流平台 (SDS) 以及云导流系统 (VTAP) 以满足用户对虚拟化环境的深度防护和弹性扩展等需求	
云安全管理平台	启明星辰泰合云安全管理系统 TSOC-USM-CSM (泰合 CloudSOC)	产品定位于云安全体系中的上层管理平台系统，可以整合云中各类安全监控资源、采集环境中全量的安全监测信息，形成面向云计算集中安全监测、综合安全分析和统一运维支撑的云安全管理平台	
云 Web 应用审计	天玥云 web 应用审计	产品适用于云环境下的数据库审计及防护产品，可兼容主流云平台	
云数据库审计	天玥云数据库审计	适用于云环境下的数据库审计及防护产品，可兼容主流云平台，实现对云环境中数据库操作	

的实时审计及防护。

虚拟 WAF 天清 Web 应用安全网关

产品用于防御以 Web 应用程序漏洞为目标的攻击，并针对 Web 服务器进行 HTTP/HTTPS 流量分析，及针对 Web 应用访问各方面进行优化，以提高 Web 或网络协议应用的可用性、性能和安全性



中小企业  
终端安全  
SaaS 云平台

云子可信 SaaS

该平台专注于提供 IT 管理和 IT 安全服务，SaaS 平台集成的服务具有轻量部署、在线服务和快速上手等优点



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

## 5. 盈利预测

### 5.1. 收入预测

公司安全网关和安全检测业务受到特定行业影响近年增速放缓，但考虑到公司安全检测产品 IDS/IPS 长期占据市场份额第一，网关类产品 UTM 占据市场份额第一，19H1 公司安全网关与安全检测营收增速分别为 11.17%和 18.11%，全年有望保持两位数增长，假设 2019-2021 年以 10%年均增速。

数据安全与平台业务，数据安全作为行业发展新方向以及公司基于泰合打造的 SOC 管理平台已连续两年成为亚洲唯一入围 Gartner SIEM 的安全厂商，公司有望在这一业务中获得持续高增长，假设 2019-2021 年数据安全与平台业务收入以 30%年均增速。

安全服务与工具业务，公司于 2018 年完成对安方高科的剥离，随着剥离结束，未来对公司营收影响甚微。随着公司“第三方独立安全运营”新模式的不断创新，尤其是智慧城市安全运营中心的逐步落地，未来将成为公司新的利润增长点，假设 2019-2021 年安全服务与工具业务收入分别以 30%年均增速。

硬件及其他类，主要以公司的集成项目为主，考虑到公司近年来集成化项目发展较好，假设 2019-2021 年硬件及其他业务以 25%年均增速。

图表 45：公司各项业务营收及增速预测

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
安全网关	营收(亿元)	6.24	6.87	6.02	6.62	7.28	8.01
	yoy	24.52%	10.21%	-12.37%	10.00%	10.00%	10.00%
安全检测	营收(亿元)	4.27	4.93	5.53	6.08	6.69	7.36
	yoy	20.10%	15.38%	12.10%	10.00%	10.00%	10.00%
数据安全 与平台	营收(亿元)	3.69	4.81	6.1	7.93	10.31	13.40
	yoy	25.04%	30.28%	26.88%	30.00%	30.00%	30.00%
安全服务	营收(亿元)	3.06	3.84	4.27	5.55	7.22	9.38



与工具	yoy	80.52%	25.54%	11.28%	30.00%	30.00%	30.00%
硬件及其	营收(亿元)	1.79	2.12	3.06	3.83	4.78	5.98
他	yoy	-7.08%	18.47%	43.97%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源: choice, 东方财富证券研究所

公司是国内信息安全公司龙头, 我们看好公司未来的发展前景。预计公司 19/20/21 年营业收入分别为 30.01/36.28/44.13 亿元, 归母净利润分别为 6.82/8.27/10.22 亿元, EPS 分别为 0.76/0.92/1.14 元, 对应市盈率分别为 43/35/29 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 46: 盈利预测关键财务数据

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2521.81	3000.95	3627.85	4412.92
增长率(%)	10.68	19.00	20.89	21.64
EBITDA(百万元)	719.38	858.88	957.91	1141.08
归母净利润(百万元)	568.95	682.01	826.88	1021.98
增长率(%)	25.90	19.87	21.24	23.60
EPS(元/股)	0.63	0.76	0.92	1.14
市盈率(P/E)	51.49	42.95	35.43	28.66
市净率(P/B)	8.16	6.93	5.85	4.90
EV/EBITDA	39.79	32.69	29.00	23.78

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 5.2. 相对估值

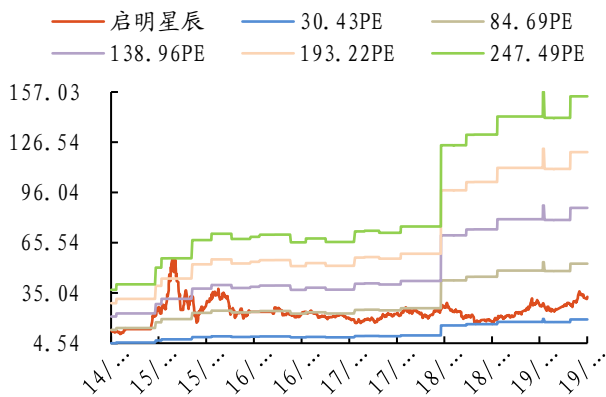
图表 47: 启明星辰同行业估值比较 (2019-10-10)

股票代码	简称	总市值 (亿元)	PE (倍)			
			TTM	2019E	2020E	2021E
601360.SH	三六零	1644.34	27.18	27.42	35.80	31.87
300454.SZ	深信服	447.45	82.06	65.93	51.89	39.52
002268.SZ	卫士通	233.48	175.72	86.28	53.14	36.61
300369.SZ	绿盟科技	138.30	70.76	58.74	44.76	33.55
同行业平均		615.89	89.57	59.59	46.40	35.39
002439.SZ	启明星辰	292.95	52.37	42.95	35.43	28.66

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

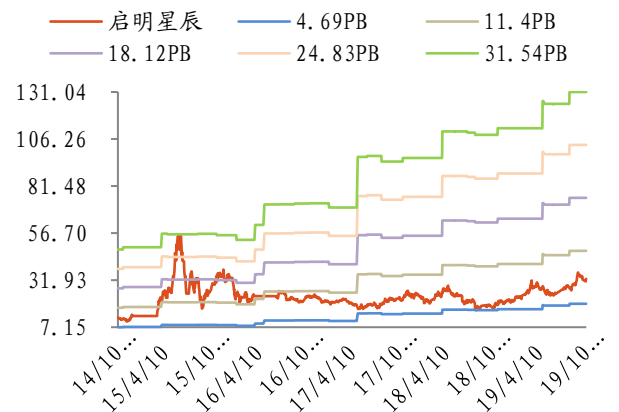


图表 448: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 449: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 5.3 绝对估值

图表 50: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	0.87	股票 Beta	1.03
无风险利率 Rf	2.66%	TV 增长率	3.00%
市场收益 Rm	5.32%	实际税率	8.85%
风险溢价	2.66%	WACC	5.40%
资产贴现率 Ka	4.97%	股票价值	31871.06 百万
债务利率 Kd	4.75%	每股价值	35.54 元

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 6. 风险提示

- ◆ 并购带来的商誉减值风险；
- ◆ 网络安全行业景气度不及预期风险；
- ◆ 公司三大战略不及预期风险。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2975.47</b>	<b>4666.78</b>	<b>5740.14</b>	<b>7030.10</b>
货币资金	671.63	2050.27	2345.87	2986.96
应收及预付	1744.63	1996.91	2778.37	3348.62
存货	170.38	226.48	222.77	301.40
其他流动资产	388.83	393.13	393.13	393.13
<b>非流动资产</b>	<b>1929.05</b>	<b>1884.78</b>	<b>1882.18</b>	<b>1900.61</b>
长期股权投资	82.00	153.69	233.41	310.46
固定资产	248.91	219.10	186.14	153.58
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	902.15	805.13	757.07	730.59
其他长期资产	695.99	706.86	705.55	705.99
<b>资产总计</b>	<b>4904.52</b>	<b>6551.56</b>	<b>7622.31</b>	<b>8930.70</b>
<b>流动负债</b>	<b>1218.45</b>	<b>1404.81</b>	<b>1704.46</b>	<b>2050.67</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	1218.45	1404.81	1704.46	2050.67
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债</b>	<b>58.29</b>	<b>887.60</b>	<b>887.60</b>	<b>887.60</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	829.31	829.31	829.31
其他非流动负债	58.29	58.29	58.29	58.29
<b>负债合计</b>	<b>1276.75</b>	<b>2292.42</b>	<b>2592.07</b>	<b>2938.28</b>
实收资本	896.69	896.69	896.69	896.69
资本公积	929.92	929.92	929.92	929.92
留存收益	1804.42	2438.60	3217.56	4191.69
归属母公司股东权益	3590.61	4224.79	5003.75	5977.88
少数股东权益	32.86	30.05	22.20	10.25
<b>负债和股东权益</b>	<b>4904.52</b>	<b>6551.56</b>	<b>7622.31</b>	<b>8930.70</b>

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2521.81</b>	<b>3000.95</b>	<b>3627.85</b>	<b>4412.92</b>
营业成本	870.80	1027.83	1234.56	1485.83
税金及附加	30.63	38.09	45.56	55.13
销售费用	612.76	705.22	834.41	970.84
管理费用	157.71	180.06	208.60	231.68
研发费用	534.31	621.20	743.71	895.82
财务费用	-4.73	-5.06	-15.53	-15.17
资产减值损失	37.88	37.88	37.88	37.88
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	95.79	71.69	79.72	77.04
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	180.44	175.55	177.18	176.64
<b>营业利润</b>	<b>558.69</b>	<b>642.96</b>	<b>795.57</b>	<b>1004.59</b>
营业外收入	44.88	105.55	102.58	97.90
营业外支出	3.89	3.41	3.41	3.41
<b>利润总额</b>	<b>599.68</b>	<b>745.11</b>	<b>894.73</b>	<b>1099.08</b>
所得税	39.55	65.92	75.70	89.04
<b>净利润</b>	<b>560.13</b>	<b>679.19</b>	<b>819.03</b>	<b>1010.04</b>
少数股东损益	-8.83	-2.82	-7.85	-11.94
<b>归属母公司净利润</b>	<b>568.95</b>	<b>682.01</b>	<b>826.88</b>	<b>1021.98</b>
EBITDA	719.38	858.88	957.91	1141.08

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>310.18</b>	<b>537.42</b>	<b>283.60</b>	<b>639.17</b>
净利润	560.13	679.19	819.03	1010.04
折旧摊销	124.43	118.83	78.70	57.16
营运资金变动	-319.66	-126.31	-478.10	-302.67
其它	-54.72	-134.29	-136.03	-125.36
<b>投资活动现金流</b>	<b>-196.51</b>	<b>61.39</b>	<b>64.90</b>	<b>58.07</b>
资本支出	-124.32	61.39	64.90	58.07
投资变动	-72.19	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-97.41</b>	<b>779.83</b>	<b>-52.90</b>	<b>-56.15</b>
银行借款	55.10	0.00	0.00	0.00
债券融资	56.00	829.31	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-208.51	-49.48	-52.90	-56.15
<b>现金净增加额</b>	<b>16.25</b>	<b>1378.64</b>	<b>295.60</b>	<b>641.08</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>596.38</b>	<b>671.63</b>	<b>2050.27</b>	<b>2345.87</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>612.97</b>	<b>2050.27</b>	<b>2345.87</b>	<b>2986.96</b>

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	10.68	19.00	20.89	21.64
营业利润增长	56.24	15.08	23.73	26.27
归属母公司净利润增长	25.90	19.87	21.24	23.60
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	65.47	65.75	65.97	66.33
净利率	22.56	22.73	22.79	23.16
ROE	15.85	16.14	16.53	17.10
ROIC	14.05	12.62	11.72	12.38
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	26.03	34.99	34.01	32.90
净负债比率	-0.19	-0.29	-0.30	-0.36
流动比率	2.44	3.32	3.37	3.43
速动比率	2.30	3.16	3.24	3.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.55	0.52	0.51	0.53
应收账款周转率	1.81	1.78	1.67	1.58
存货周转率	4.99	5.18	5.50	5.67
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.63	0.76	0.92	1.14
每股经营现金流	0.35	0.60	0.32	0.71
每股净资产	4.00	4.71	5.58	6.67
<b>估值比率</b>				
P/E	51.49	42.95	35.43	28.66
P/B	8.16	6.93	5.85	4.90
EV/EBITDA	39.79	32.69	29.00	23.78

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。