2019 年 5 月 26 日

启明星辰（002439.SZ） 计算机行业

企业信息安全龙头，再起新征程

——启明星辰（002439.SZ）首次覆盖报告

公司深度

◆企业信息安全龙头

启明星辰是国内企业信息安全龙头。2017 年市场占有率 5.6%，从 12 到 17 年连续六年位居第一，且多个子产品线（如 UTM、IDS/IPS、SOC 和数据安全产品）多年来也稳居行业第一，龙头地位稳固。近年来通过内生增长和外延式并购，公司不断完善信息安全产品线，已经可以较为完备地覆盖客户的网络安全需求。2018 年实现营收 25.22 亿元，同比增长 10.68%；净利润 5.69 亿元，同比增长 25.9%。

◆信息安全上升到国家战略，行业有望维持高速增长

近年来信息安全事件频发，而且我国信息安全投入仅占总 IT 投入的 2%，远低于发达国家的 10%左右的投入。我国 2017 年因网络犯罪导致经济损失高达 663 亿美元，位居全球第一。棱镜门之后，我国成立中央网络安全和信息化领导小组，信息安全已经上升到国家战略，多项政策出台支持信息安全产业发展，工信部对十三五期间增长速度有明确规划。2018 年信息安全市场规模达到 495 亿元，考虑到十三五前两年信息安全投入低，未来行业有望保持 20%以上增速。行业趋势方面，新型安全领域不断涌现，安全服务市场份额有望不断提高。等保 2.0 的发布有望进一步提升信息安全行业的地位，推动信息安全在一些新兴领域的落地。

◆新兴安全领域和安全运营中心的布局提供新的增长点

公司近年来频频外延并购，完善公司产品线。其次，公司积极应对行业趋势，通过内部孵化和外部合作进入云安全和工控安全等新兴领域，并在 2018 年底之前已经在成都、济南、青岛、天津等 20 个城市建成/在建安全运营中心开展业务，未来有望成为公司的新的业绩增长点。2018 年公司三大战略新业务获得订单 4 亿元，确认收入 2 亿元。

◆投资建议：看好公司作为信息安全龙头有望实现高于行业的增速，新兴安全领域和安全服务领域的业务布局带来业绩弹性。预计公司 19-21 年归属于母公司净利润分别为 7.05、8.88 和 11.15 亿元，对应的 EPS 分别为 0.79、0.99、1.24 元/股。给予公司目标价 31.6 元，对应 2019 年 40 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险提示：新兴安全领域拓展不及预期，安全服务市场发展不及预期，新技术发展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,279	2,522	3,182	4,028	5,075
营业收入增长率	18.22%	10.68%	26.19%	26.59%	25.97%
净利润（百万元）	452	569	705	888	1,115
净利润增长率	70.41%	25.90%	23.83%	26.10%	25.55%
EPS（元）	0.50	0.63	0.79	0.99	1.24
ROE（归属母公司)（摊薄）	14.41%	15.85%	16.40%	17.14%	17.71%
P/E	47	37	30	24	19
P/B	6.8	5.9	5.0	4.1	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 24 日

买入（首次）

当前价/目标价：23.79/31.60 元

分析师

姜国平 (执业证书编号：S0930514080007)
021-52523857
jianggp@ebscn.com

卫书根 (执业证书编号：S0930517090002)
021-52523858
weishugen@ebscn.com

联系人

万义麟
021-52523859
wanyilin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 8.97
总市值(亿元)：220.77
一年最低/最高(元)：15.32/31.90
近 3 月换手率：90.83%

股价表现(一年)

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.03	-5.76	7.81
绝对	-13.01	-3.94	-0.44

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

基于以下假设：

1、根据 IDC 的预测，19-21 年信息安全行业还将保持 23%左右复合增速。考虑到公司多款安全产品的龙头地位和数据安全的布局，预计公司安全产品未来几年将高于行业 23%的整体增速，假设 2019-2021 年安全产品收入分别增长 25%、25%和 25%。

2、考虑到城市安全运营中心业务拓展加速，未来几年安全服务业务有望高于信息安全行业 23%的整体增速，假设安全服务 2019-2021 年收入分别增长 40%、40%和 35%。

3、考虑到过去几年占公司收入比重较大的安全产品、安全服务和硬件及其他三块业务过去几年毛利率变化较小，假设公司 2019-2021 年各项业务毛利率与 18 年保持一致。

我们区别于市场的观点

市场一致认为信息安全公司奇安信业务激进扩张给公司带来一定的挤压；而且信息安全市场细分领域太多导致市场集中度提升不明显。奇安信之前快速发展主要是得益于外延式并购、360 强大的品牌影响力和其底层安全能力，而近期 360 出售奇安信股权并准备进入政企市场，此次出售股权将削弱奇安信未来扩张速度。因此，未来几年奇安信的影响降低。

信息安全行业参与者众多、细分领域较多且各领域壁垒较高，市场龙头的集中度提升不明显。但是近年来，随着以城市安全运营中心为主的安全服务快速发展，安全厂商的综合服务能力要求越来越高，满足条件的厂商较少，信息安全服务的快速发展将带来行业竞争格局的变化，具备综合服务能力的安全厂商的份额有望进一步提升。基于以上两点，我们认为当前价位的公司具备一定的投资价值。

股价上涨的催化因素

大规模信息安全事件发生，相关信息安全政策出台。

估值和目标价格

看好公司作为信息安全龙头营收增速快于行业增速、在新兴领域和安全服务领域的布局带来的业绩弹性。预计公司 19-21 年归属于母公司净利润分别为 7.05、8.88 和 11.15 亿元，对应的 EPS 分别为 0.79、0.99、1.24 元/股，目前股价对应 19-21 年 PE 分别为 30、24 和 19X。考虑到可比公司 19-21 年 PE 的均值为 44、34 和 26X，公司具备明显的估值优势。给予公司目标价 31.6 元，对应 2019 年 40 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

图表目录

1、多因素推动信息安全行业快速发展

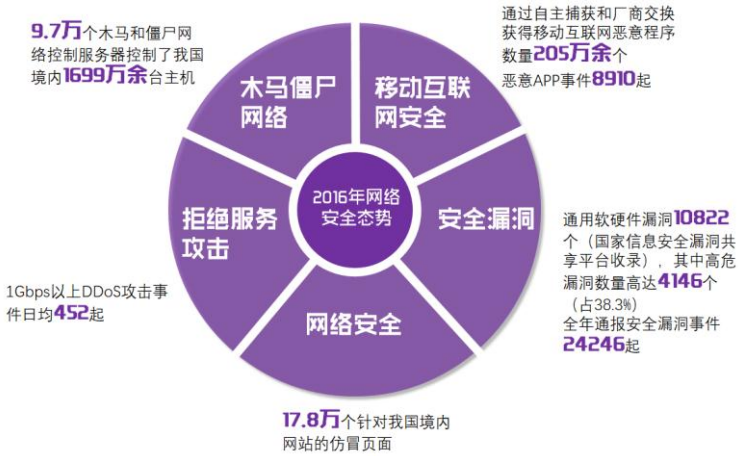
政策和事件是信息安全板块的两大驱动因素。近年来信息安全事件频发，而我国信息安全投入仅占总 IT 投入的 2%，远低于发达国家的 10%左右的投入。根据赛门铁克的报告，我国 2017 年因网络犯罪导致的经济损失高达 663 亿美元，位居全球第一。“棱镜门”之后，我国成立中央网络安全和信息化领导小组，信息安全已经上升到国家战略，等保 2.0 等政策出台支持信息安全产业发展，工信部甚至提出十三五期间年均 20%的增长速度。2018 年信息安全市场规模达到 495 亿元，考虑到十三五前两年信息安全投入处于低位，未来几年行业增速可期。行业趋势方面，新型安全领域不断涌现，安全服务市场份额有望不断提高。等保 2.0 的发布有望进一步提升信息安全行业的地位，推动信息安全在一些新兴领域的落地。

1.1、信息安全产业现状：事件频发+投入不足

目前我国安全威胁仍然严峻，且部分威胁快速上升。CNCERT 发布的《2016 年我国互联网网络安全态势综述》显示：2016 年 CNCERT 监测到我国 1Gbps 以上 DDoS 攻击事件日均 452 起；据监测，通过自主捕获和厂商交换获得移动互联网恶意程序数量 205 万余个，较 2015 年增长 39.0%，近 7 年来持续保持高速增长趋势，按其恶意行为进行分类，前三位分别是流氓行为类、恶意扣费类和资费消耗类，从中可以看出恶意程序具有明显趋利性。国家信息安全漏洞共享平台（CNVD）收录通用软硬件漏洞 10822 个，较 2015 年增长 33.9%。其中，高危漏洞收录数量高达 4146 个（占 38.3%），较 2015 年增长 29.8%。

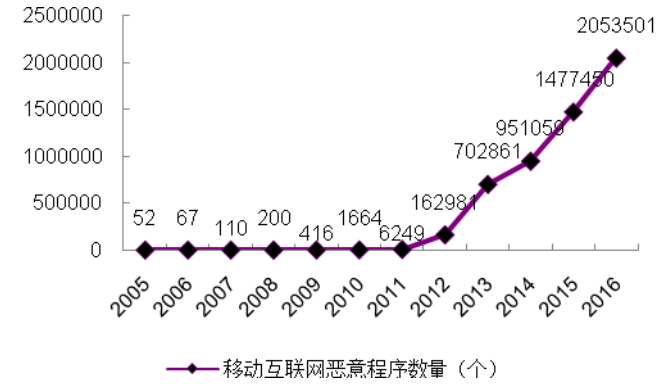
此外，根据普华永道《2017 全球信息安全状况调查》报告，2016 年中国内地及香港企业监测到的信息安全事件平均数量高达 2577 件，是 2015 年的 2 倍多，较 2014 年更是增长了 969%。

图 1：2016 年我国互联网网络安全问题严重



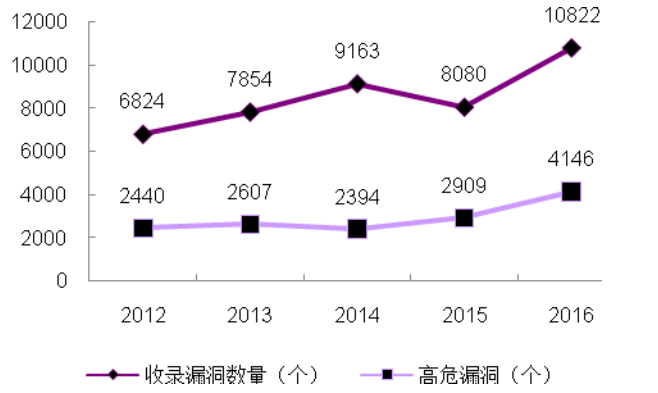
资料来源：CNCERT，光大证券研究所

图 2：2005-2016 年移动互联网恶意程序走势



资料来源：CNCERT，光大证券研究所

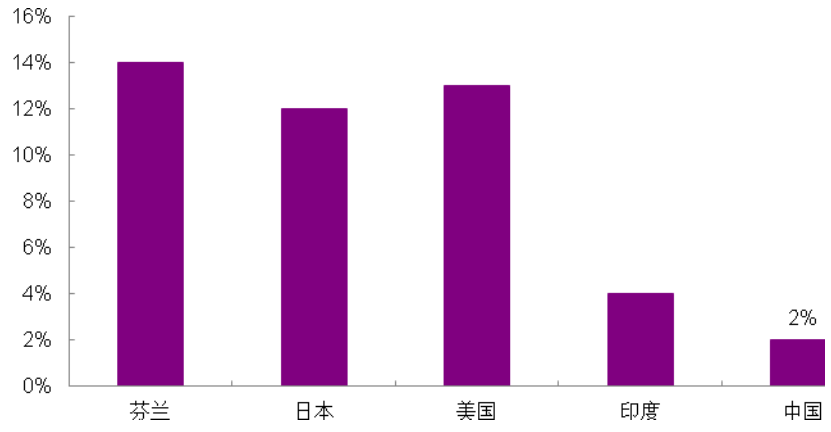
图 3：2012-2016 年 CNVD 收录漏洞数量对比



资料来源：CNCERT，光大证券研究所

我国企业信息安全投入不足。根据 IDC 的数据，2014 年，我国信息安全投入占总 IT 投入比例距发达国家尚有差距，我国信息安全投入占整体 IT 投入仅为 2%左右，远低于欧美成熟市场 10%左右的水平。随着国家战略的逐步落地，投入占比将逐渐向成熟市场看齐。

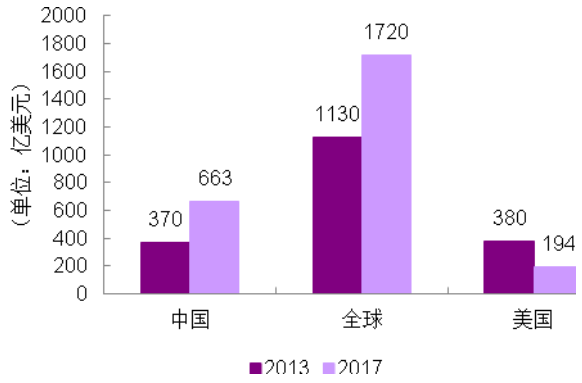
图 4：2014 年我国信息安全投入占 IT 总投入比例和部分国家对比



资料来源：IDC

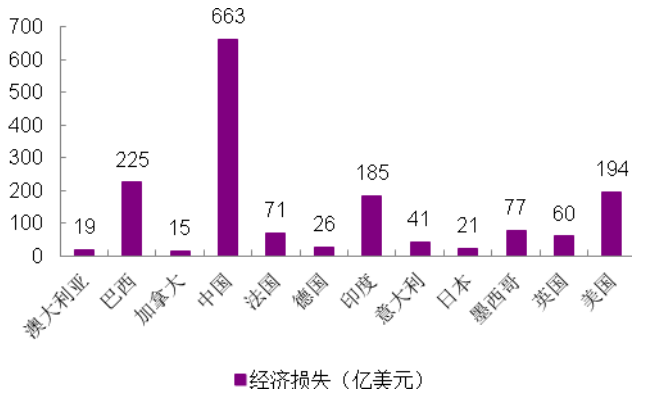
经济损失位居全球第一。根据赛门铁克公司发布的《2017 诺顿网络安全调查报告》，赛门铁克通过调研 20 个国家发现，当下网络犯罪日益猖獗，全球大约有 9.78 亿人曾在过去一年内遭受网络攻击，经济损失高达 1720 亿美元，从 14 到 17 年复合增速达 11%。而其中中国是遭受网络犯罪攻击最严重的国家，在 2017 年，大约 3.52 亿的中国消费者曾成为网络犯罪的受害者，经济损失达到 663 亿美元，过去 4 年复合增长 15.7%。相比之下美国的损失却连续下降，由 2013 年的 380 亿美元下降到 2017 年的 194 亿美元。

图 5：13 和 17 年全球及中美网络犯罪造成的经济损失



资料来源：Norton Report，光大证券研究所

图 6：2017 年网络犯罪对各国造成的经济损失



资料来源：Norton Report，光大证券研究所

1.2、政策上长期利好信息安全产业发展

信息安全行业有强政策导向型的特点，各国纷纷抢占网络安全控制权的制高点。随着信息化程度越来越高，网络空间安全对一个国家经济发展、社会稳定的重大影响日益突出，各国纷纷被动将网络安全作为提升为国家战略。美国政府把加强信息安全作为振兴美国经济繁荣和保障国家安全的重大战略，并成立了网络空间司令部。特别是“棱镜门”事件爆发以来，世界各国更加从国家战略高度来审视与解决网络安全问题，纷纷加快各自的信息安全战略体系建设，日本 2013 年 6 月出台《网络安全战略》，明确提出“网络安全立国”，2014 年 2 月，美国总统奥巴马宣布启动美国《网络安全框架》。此外，英国、德国等国也陆续出台了“国家网络安全战略”，全球信息安全产业进入了一个高速而紧迫的时期。

棱镜门之后，我国也把网络信息安全已上升到前所未有的地位。“棱镜门”事件爆发之后，信息安全的战略地位越来越高。十八届三中全会决定成立国家安全委员会，将国家安全提高到前所未有的地位。2014 年 2 月，中央网络安全和信息化领导小组成立，标志着信息安全已经上升到国家战略。2017 年 6 月《中华人民共和国网络安全发》开始实施，这标志着信息安全行业将由合规性驱动过渡到合规性和强制性驱动并重，为此后开展的相关工作提供了切实的法律保障。

国家出台了大量相关政策支持信息安全产业发展。“十五”、“十一五”、“十二五”、“十三五”连续四个五年规划均将信息安全保障体系建设列为重要内容；并在《信息安全产业“十二五”发展规划》和《软件和信息技术服务业发展规划（2016—2020 年）》对信息安全的产业规模和发展方向做了明确的政策指引，**提出到“十三五”末信息安全产业规模达到 2000 亿元，年均增长 20%以上，**未来行业增长可期。

2019 年 5 月 10 日，国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会发布《信息安全技术 网络安全等级保护基本要求》，标志着等级保护步入新的阶段——等级保护标准 2.0 时代。**等保 2.0 的正式落地，有望带动信息安全整体市场需求增加，其中受益最大的是威胁情报、态势感知、SOC 等主动防御领域和云安全、数据安全和工控安全等新兴安全领域以及安全服务领域。**

表 1：近年来我国信息安全相关策略不断出台

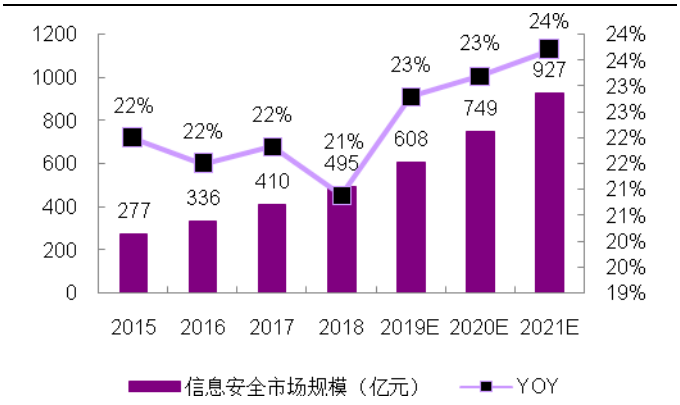
时间	文件名称	发文单位	涉及内容
2019 年 5 月	等级保护 2.0 新标准	公安部	国家网络安全等级保护工作正式进入 2.0 时代；保护范围更广，新增云大物移智等保护内容；新增主动防御内容；保护力度增强。
2017 年 7 月	《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》	网信办	明确了关键信息基础设施安全保护制度是国家网络空间的基本制度之一；明确关键信息基础设施的主要负责人是本单位的第一负责人，相比之前部门领导作为负责人有明显的提高。
2017 年 6 月	《中华人民共和国网络安全法》	全国人大常务委员会	这是**我国第一部网络安全的专门性综合性立法**，从此相关工作将进入有法可依、强制执行的阶段。该法提出指定网络安全战略，明确网络空间治理目标，强化了网络运行安全，同时也将催生一个不断扩大的网络安全市场空间，**产业投入和建设也将步入持续稳定的发展轨道**。
2017 年 1 月	《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纳入目标中，**提出到“十三五”末达到 2000 亿元，年均增长 20%以上**，远超全行业平均 13%的增速。
2016 年 12 月	《国家网络空间安全战略》	国家互联网信息办公室	提出要加强网络安全工作，推广使用安全可控产品；要把有关个人信息保护的法律责任、法律要求落实到企业、机构；采取一切必要措施保护关键信息基础设施及其重要数据不受攻击破坏。“没有网络安全就没有国家安全”，网络安全的重要性和意义不断得到提升，信息网络安全产业正在迎来更大发展的良好时机。
2016 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	全国人大	统筹网络安全和信息化发展，完善国家网络安全保障体系，强化重要信息系统和数据资源保护，提高网络治理能力，保障国家信息安全。积极发展信息安全产业。
2015 年 7 月	《国务院关于积极推进"互联网＋"行动的指导意见》	国务院	将“完善互联网融合法律规范和标准规范，增强安全意识，强化安全管理防护，保障网络安全”作为“互联网+”行的原则之一。
2012 年 6 月	《国务院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	该意见提出健全安全防护和管理，保障重点领域信息安全，包括：确保重要信息系统和基础信息网络安全；加强政府和涉密信息系统安全管理；保障工业控制系统安全；强化信息资源和个人信息保护。加快技术攻关和产业发展。
2011 年 12 月	《信息安全产业“十二五”发展规划》	工信部	**到 2015 年，我国信息安全产业规模突破 670 亿元，保持年均 30%以上的增长速度**，占信息产业的比重稳步提高。

资料来源：政府网站，光大证券研究所

1.3、市场有望快速发展，子领域集中度有望进一步提升

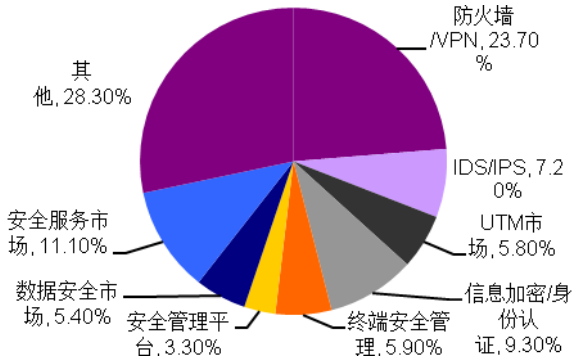
信息安全行业有望保持 20%以上增速。近年来，网络安全威胁事件频发，部分威胁事件持续增长，网络罪犯造成的经济损失快速增多，损失量位居全球第一。持续增长的网络威胁促进我国信息安全产品的快速发展。根据赛迪顾问的数据，2018 年，中国的网络信息安全市场达到 495 亿元，同比增长 21%，高于全球增长率 8.5%。随着政策的持续推动和我国信息安全投入比例较低，国内网络信息安全市场前景可观，据赛迪顾问预估，19-21 年国内网络信息安全市场还将保持 20%以上速度增长。

图 7：中国网络信息安全市场规模与增长率



资料来源：CCID 预测

图 8：2016 年中国网络安全产品结构



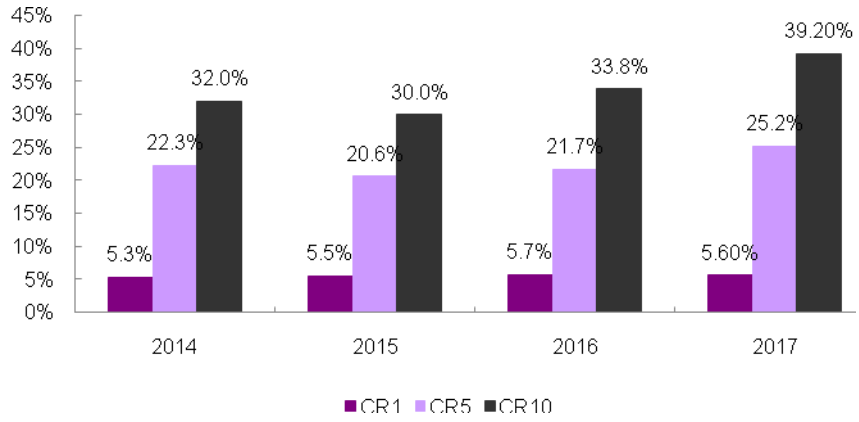
资料来源：CCID，光大证券研究所

信息安全行业参与者众多，龙头市场份额不断提升，市场集中趋势不明显。我国信息安全行业参与者众多，其中市场份额靠前的公司包括启明星辰（占比 5.6%，2017 年）、360 企业安全、卫士通、天融信、华三、华为、绿盟科技等企业。通过统计信息安全 14-17 年前 1 名、前 5 名和前 10 名的市场份额可以发现，市场份额有不断提升的趋势。

成熟细分领域集中度高，新兴细分领域集中度低，对比全球市场仍有一定的提升空间。各细分领域中，成熟市场集中度比较高，如防火墙/VPN、安全管理平台（SOC）、IDS/IPS 和 UTM 市场相对集中，前 5 家厂商已占据 40%-70%的市场份额，且龙头已占据 15%以上的份额。新兴市场普遍集中度较低，数据安全产品、终端安全和安全服务市场龙头的市占率都在 15%以内，前 5 家厂商仅占有 20%-30%。

根据 IDC 的数据，2013 年全球防火墙/UTM 市场和 IDP 市场前五名的份额分别是 65.6%和 72.2%，2016Q1 全球防火墙市场前五名的份额更是增加至 74.3%。相比全球市场，我国子领域集中度仍有一定的提升空间。

图 9：信息安全历年市场竞争格局



资料来源：赛迪顾问，光大证券研究所

表 2：我国信息安全主要细分领域及其主要竞争厂商

产品类别		2016 年占总市场的比例	主要厂商	CR1	CR5
安全产品	防火墙/VPN	23%	天融信、网神、华为、**启明星辰**、卫士通	12.3%	41%
	IDS/IPS	7%	**启明星辰**、天融信、绿盟科技、华为、东软	17.20%	47%
	UTM	6%	**启明星辰**、东软、天融信、绿盟科技、蓝盾股份	25.60%	43%
	终端安全管理	6%	北信源、**启明星辰**、汉邦、联软、蓝盾股份	15%	26%
	安全管理平台（SOC）	3%	**启明星辰**、天融信、网神、东软、IBM	21.70%	67%
	数据安全产品	5%	**启明星辰**、绿盟科技、天融信、神州泰岳、时代亿信	9.30%	29%
	内容安全管理	10%-20%	亚信安全、任子行、时代亿信、360……	-	-
	身份管理与访问控制	~10%	吉大正元、卫士通、格尔软件、天威诚信、信安世纪	-	-
安全服务	安全集成、安全运维和安全咨询三大类	11%	绿盟、天融信、网神、**启明星辰**、安氏领信	7.20%	22%

资料来源：CCID，光大证券研究所

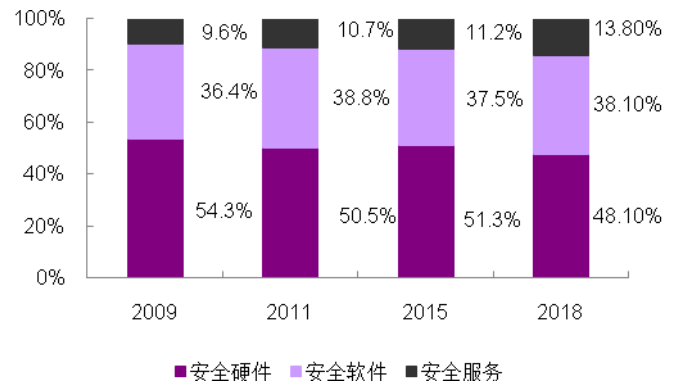
1.4、趋势：产品主导向服务主导转型，新技术新业态层出不穷

网络安全服务市场有望成为未来亮点。网络信息安全产品包括两部分：安全产品和安全服务。其中安全产品可以细分为安全硬件和安全软件；安全服务又可以细分为安全集成、安全咨询和安全运维。

目前中国网络信息安全市场仍是以硬件为主，占比 48.1%，其次是安全软件和安全服务分别占 38.1%和 13.8%。值得一提的是，虽然信息安全硬件市场占比最大，但是市场规模占比持续下跌，由 2009 年的 54.3%下降到 2018 年的 48.1%。相比之下，全球信息安全市场却以安全服务市场为主，2018 年，安全服务占全球整体市场的 64%，我国安全服务占比未来有望持续提升。

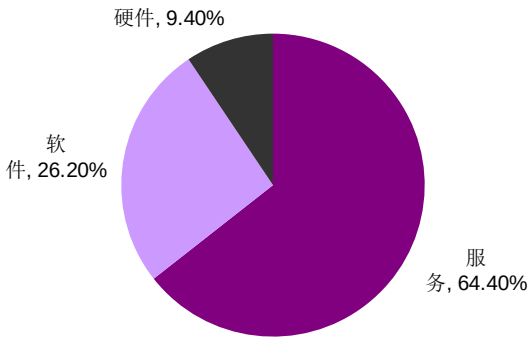
网络安全产业正由产品主导向服务主导转型。随着中国信息产业和网络技术的发展，传统的网络信息安全产品难以满足日益变化的复杂的网络空间，中国的信息安全产品行业必将向国际看齐，由硬件为主转换为服务为主。新形势下，产品和服务的联动更加紧密，安全服务逐渐从配合产品的辅助角色，转变成为安全产品发挥最佳效用的必要条件。

图 10：部分年份中国信息安全各细分领域市场份额



资料来源：CCID，光大证券研究所

图 11：2018 年全球信息安全市场结构



资料来源：CCID，光大证券研究所

新技术新业态层出不穷。对新技术新业务发展的及时跟进推进了我国在新兴领域信息网络安全的发展。云计算、大数据、移动互联网、工业互联网等新技术、新应用和新模式的出现，对网络安全提出了新的要求，拓展了安全产业的发展空间。例如，云计算的广泛应用引入了**虚拟化安全、云安全**等概念，大数据的快速发展使得**数据安全**的需求增长，工业互联网的演进让**工业网络安全**成为新的焦点。同时，新的安全威胁也进一步拓展了网络安全的范畴，例如利用物联网终端发起攻击、车联网安全等。网络安全产业的范畴将随着网络安全保障需求不断延伸扩展，这对于传统的信息安全市场来说是一块增量市场。

表 3：新兴技术领域主要国内外厂商

新兴领域安全技术		国外厂商	国内厂商
云安全	流量分析、恶意样本分析、虚拟化安全等	趋势科技、迈克菲、卡巴斯基、Cisco、英特尔、EMC、亚马逊、谷歌等	阿里、腾讯、百度、华为、山石网科、杭州安恒、网康科技、360、绿盟科技、启明星辰
数据安全	数据加密、自然语言处理、数据挖掘与聚类分析等	赛门铁克、迈克菲、趋势科技、RSA 等	启明星辰、天融信、绿盟科技、神州泰岳、时代亿信、明朝万达、中国软件、中电长城网际、上海观安、360、亿阳、鼎普等
APT 攻击检测与防护	网络流量分析、恶意样本分析、关联分析、网络及终端取证等	FireEye、Bit9、趋势科技、RSA 等	360、阿里（瀚海源）、安天、知道创宇、绿盟科技、金山安全等
威胁情报分析及安全态势感知	爬虫技术、关键字匹配、威胁数据分析、机器学习、可视化、社会工程学等	戴尔、赛门铁克、迈克菲、FireEye、RSA 等	360、阿里（瀚海源）、知道创宇、安天、微步在线等
工控安全	兼容协议、轻量级设备、攻击识别、基础防护等	GE、西门子、英特尔、AT&T 等	威努特、和利时、浙大中控、四方继保、力控华康、南京自动化、三维力控、北京亚控；绿盟、启明星辰、天融信、中科网威、匡恩网络等

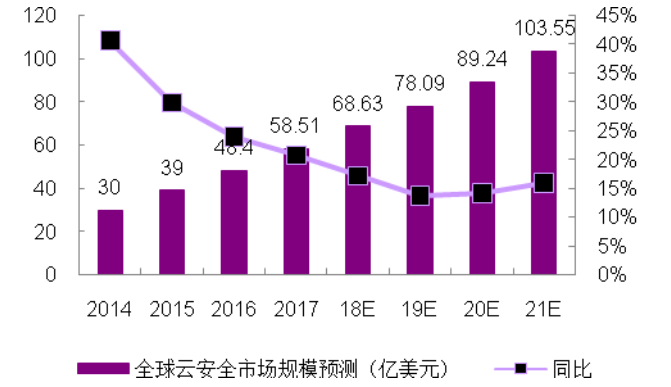
资料来源：中国信息通信研究院

云安全：根据 Gartner 的报告，2017 年全球云安全服务市场规模大约为 58.57 亿美元，同比增长 21%，根据 Gartner 的预测，全球云安全产业规模将在 2021 年达到 103.55 亿美元，复合增速 15%。国内方面，根据 CCID 的报告， 2018 年云安全市场规模为 38 亿元，同比增长 45%，预计未来几年还将保持 45%左右的速度，行业正处快速增长趋势。

数据安全：数据安全起步较早，2018 年数据安全市场规模达 28 亿元，同比增长 30%，随着大数据产业的快速发展将催生数据安全需求不断增加，预计数据安全 19-21 年复合增速还将保持 35%左右。竞争格局方面，启明星辰、绿盟科技、天融信、神州泰岳和时代亿信等企业市场份额排名靠前。

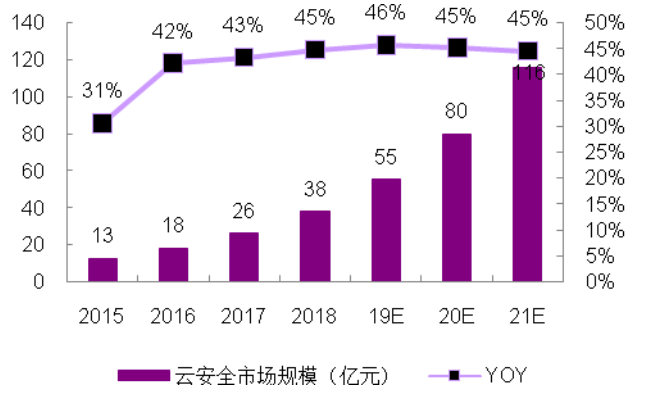
工控安全：根据工信部发布的《工业控制系统信息安全行动计划(2018-2020 年)》的统计分析，预计 2018 年国内市场工控安全市场将达到 4.4 亿元，占全国信息安全市场规模的比重仅为 1%左右，仍处于市场导入期。考虑到全球工控安全占整体市场规模的 10%左右，随着未来几年国家政策的持续推动，我国工控安全市场逐步升温，并有望在未来 3～5 年进入快速成长期。根据国家工业信息安全发展研究中心预计，5 年后，我国工控安全市场规模将达到约 20 亿~30 亿元，占信息安全市场规模的比重将达到 5%~6%左右。工控安全领域启明星辰、360 企业安全等企业布局领先。

图 12：全球云安全市场规模及其预测



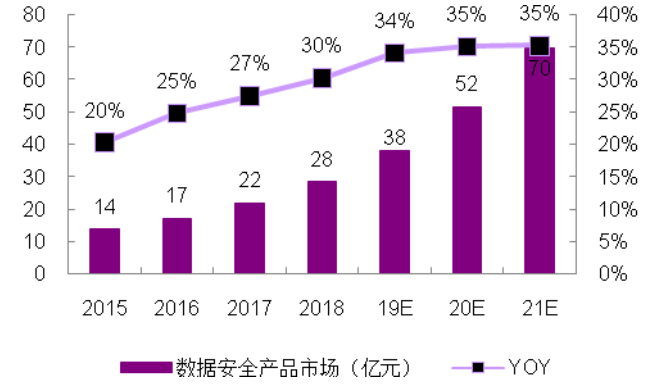
资料来源：Gartner 预测

图 13：我国云安全市场规模及其预测



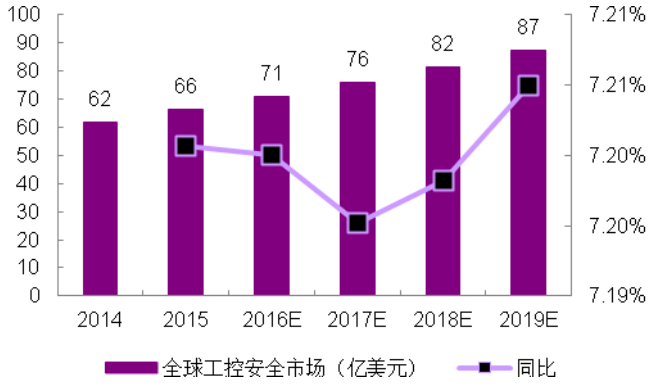
资料来源：CCID 预测

图 14：我国数据安全市场规模及其预测



资料来源：CCID 预测，光大证券研究所

图 15：全球工控安全市场规模及其预测



资料来源：智研咨询

2、国内企业信息安全龙头企业

启明星辰是国内领先的、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商， 2017 年市场占有率 5.6%，连续三年排名第一，国内信息安全龙头地位稳定，且多个子产品线（如 IDS/IPS、UTM 和 SOC）多年市场份额排名第一。公司近年来通过内生增长和外延式并购，不断完善公司产品线，可以较为完备地覆盖客户的网络安全需求。

2.1、公司信息安全产品线完善，多个细分市场领先

启明星辰信息技术集团股份有限公司成立于 1996 年，由留美博士严望佳女士创建，是国内领先的、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商。**2000 年研发出世界第一款硬件 IDS 产品，2005 年推出国内第一款 UTM 产品**，2010 年在深圳 A 股中小板上市。上市之后，为丰富信息安全产品线，公司先后收购网御星云（2012 年）、杭州合众（2014 年）、书生电子（2014 年）、赛博兴安（2016 年）全部或部分股权；并通过投资方式提前布局新领域，自此，公司构建了安全产品（包括安全网关、安全检测、数据安全（主要为合众数据并入业务）

和平台工具（主要为泰和安全管理平台））、安全服务、安全管理及系统集成在内的完成的产业链条，覆盖了防火墙、VPN、入侵检测/入侵防御、UTM、网关防病毒、安全审计、内网终端安全、漏洞扫描、安全管理平台等主流安全产品市场，共有百余个产品型号，可以较为完备地覆盖客户的网络安全需求。

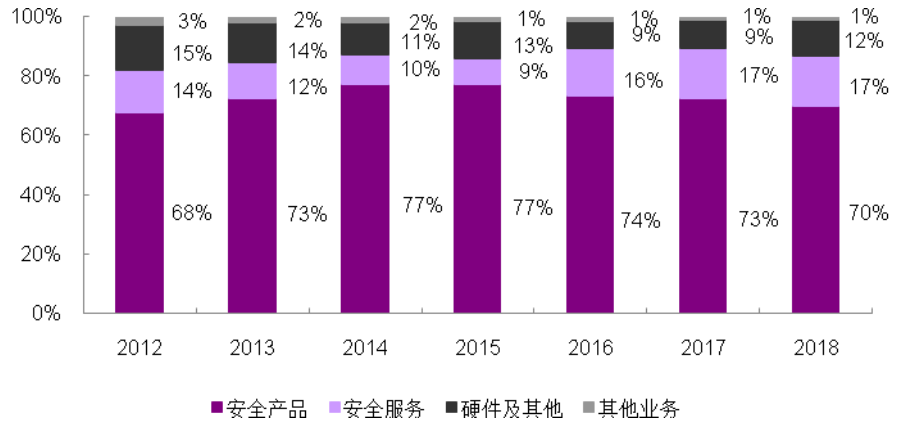
各细分产品中，数据安全及平台工具类产品 2018 年贡献营收 6.10 亿元，占总营收的 24%，是公司营收占比最大的产品种类。其次，安全网关、安全检测、专业安全服务和第三方硬件分别贡献 2018 年营收的 24%、22%、17%和 12%。

表 4：公司在信息安全领域有完善的产品布局

一级分类	二级分类	2018 年营收（亿元）	YOY	占总营收比例	特点及主要产品
安全产品	安全网关	6.02	-12.4%	24%	部署于网络边界、出口的安防产品，主要包括防火墙/FW、下一代防火墙/NGFW、统一威胁管理/UTM、VPN 网关、网闸、抗 D 等；
	安全检测	5.53	12.1%	22%	部署于网络内部中深层的安防产品，主要包括入侵检测/防御（IDS/IPS）、网络审计、内网安全管理等；
	数据安全与平台工具	6.10	26.9%	24%	以数据为基础或对象的安管产品，主要包括安全管理平台（SOC）、4A 管理、数据丢失防护（DLP）、数据交换、大数据处理分析等
安全服务	专业安全服务	4.27	11.3%	17%	包括风险评估、安全管理与监控应急、安全运维、安全审计咨询、系统支持等服务以及相关工具类产品；
硬件及其他	第三方硬件	3.06	44.0%	12%	为用户提供安全解决方案、系统集成项目而用到的第三方硬件等。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 16：公司历年业务构成



资料来源：wind，光大证券研究所

启明星辰是信息安全领域的龙头企业。根据 CCID 的发布的《2016-2017 年中国网络信息安全市场研究年度报告》显示，2017 年中国网络信息安全市场规模达到 409.6 亿元，启明星辰以 5.6%的市场份额，排名第一。这是自 2012 年以来连续 6 年在中国信息安全产品市场份额排名第一，同时在多个细分市场中排名均位居前列：IDS/ IPS 连续 16 年市场排名第一；UTM 连续 11 年市场排名第一；安全管理平台（SOC）连续 10 年市场排名第一；数

据安全产品连续 3 年市场排名第一。公司同时也是运维安全审计、数据审计与防护市场、漏洞扫描、数据安全、终端安全管理市场的领先者。

根据 2018 年安全牛发布的《中国网络安全企业 50 强》（2018 年上半年）和安全牛矩阵图，启明星辰超过 360 企业安全、华为、绿盟科技和深信服，被评为中国规模最大，影响力最强的网络安全企业。

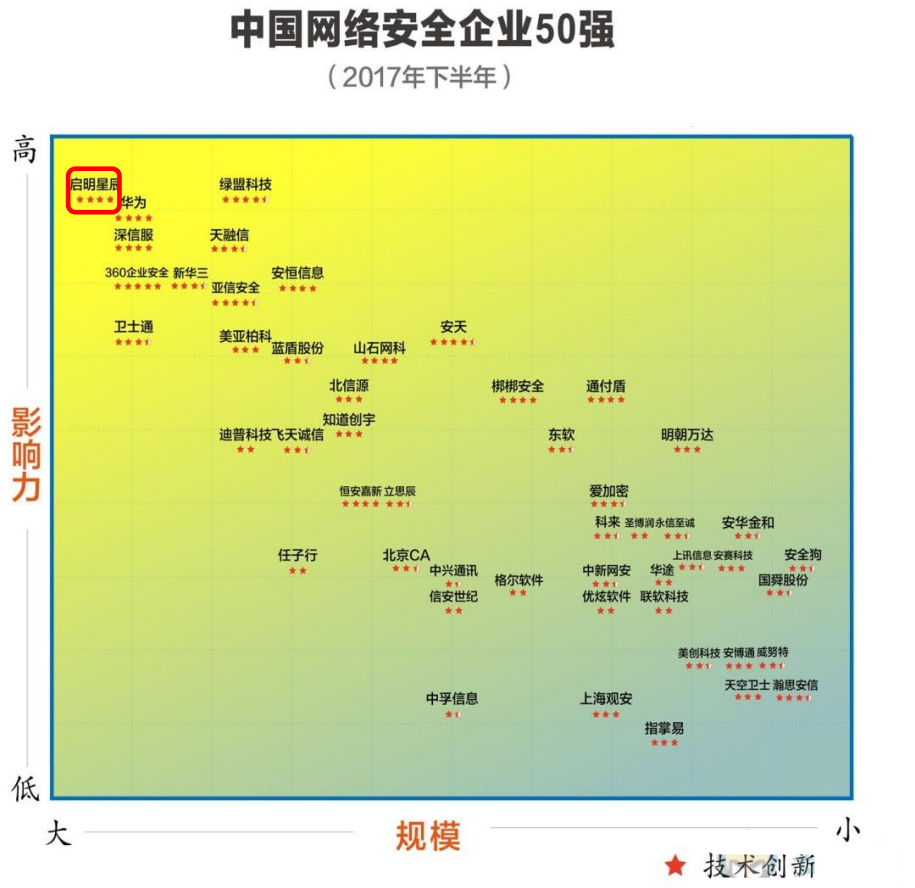
表 5：启明星辰信息安全及其多个细分领域排名领先

产品	市场规模（亿元）	启明星辰市场占有率	排名
信息安全整体市场	409.6	5.60%	1
防火墙/VPN 市场	79.7	5.60%	4
IDS/IPS 市场	27.2	16.5%	1
UTM 市场	22.6	22.60%	1
终端安全管理市场	20	4%	2
安全管理平台（SOC）	14.1	22.80%	1
数据安全产品市场	23.5	9.40%	1

资料来源：CCID，光大证券研究所

注：除防火墙/VPN 和终端安全管理市场为 2016 年数据，其余全为 2017 年数据

图 17：位居中国网络安全企业 50 强首位



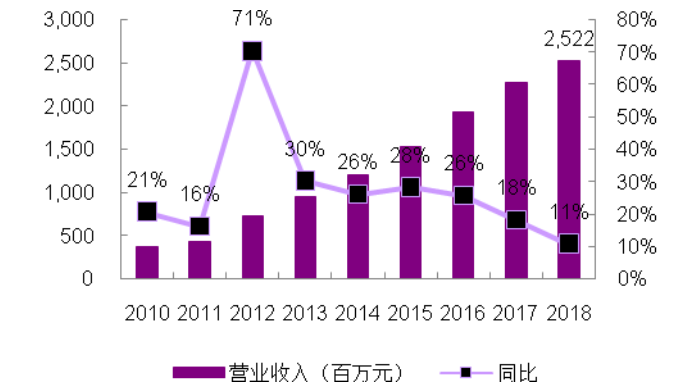
资料来源：安全牛

2.2、公司营收快速增长

公司近年来营业收入快速增长。营业收入从上市时 2010 年的 3.67 亿元增长到 2018 年的 25.22 亿元，9 年增长近 7 倍，复合增长率高达 27%；归母净利润从 2010 年的 0.6 亿元增加到 2018 年的 5.69 亿元，9 年复合增长率 32%。2019 年 Q1 公司实现收入 3.47 亿元，同比增长 18.64%；实现归属于母公司股东净利润为-4051 万元，同比转亏，利润转亏主要有两方面原因：1、去年同期对参股公司恒安嘉新调整核算方法确认了 8525 万元投资收益，而 19Q1 没有相关收益。2、一季度收入占全年比例较低，而各项费用开支在全年分布相对均匀，导致一季度亏损概率大。

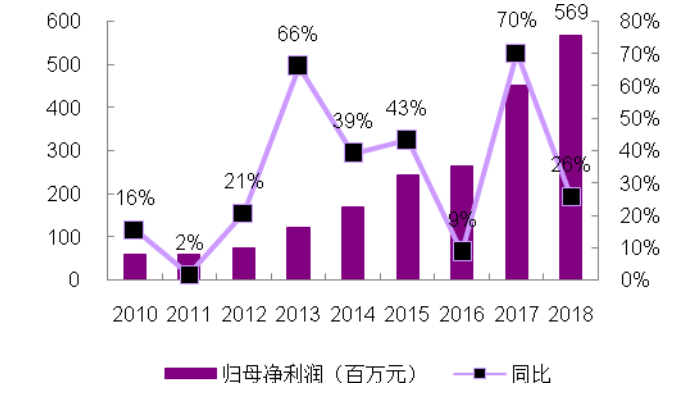
信息安全行业盈利能力普遍比较强。公司近年来毛利率维持在 60%以上的水平，净利率维持在 15%左右，处于行业中游水平，行业整体盈利能力强。随着人均创收的提升，公司近年来净利率稳步提升。

图 18：公司上市以来营收情况



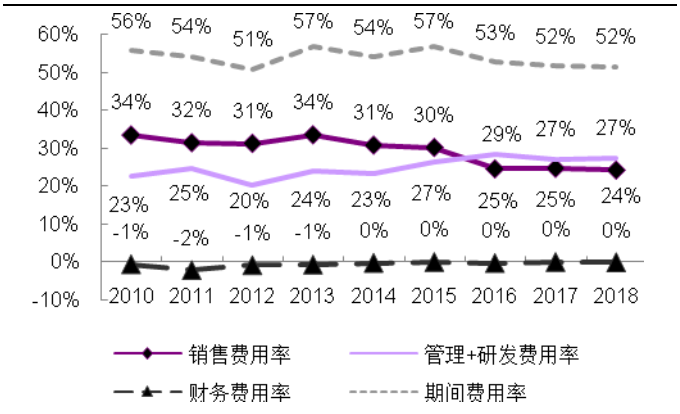
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 19：公司上市以来净利润情况



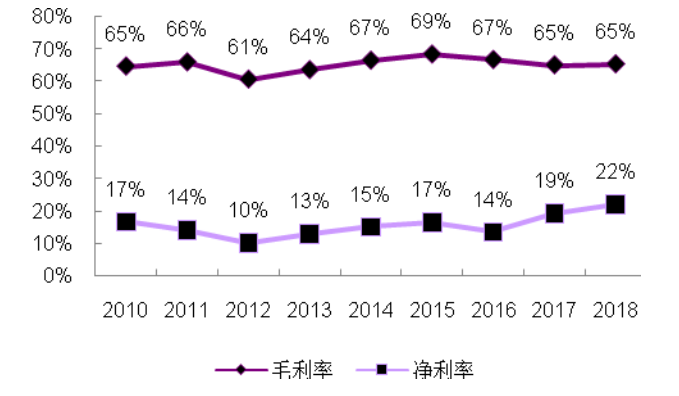
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 20：公司上市以来费用率情况



资料来源：wind，光大证券研究所

图 21：公司上市以来盈利能力情况



资料来源：wind，光大证券研究所

表 6：信息安全类上市公司净利率和毛利率对比

证券代码	公司名称	毛利率			净利率		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
300352.SZ	北信源	63%	68%	73%	16%	18%	16%
300369.SZ	绿盟科技	78%	71%	77%	20%	12%	12%
300454.SZ	深信服	79%	75%	73%	15%	23%	19%
300768.SZ	迪普科技	67%	71%	71%	13%	25%	29%
	平均	72%	72%	73%	16%	19%	19%
002439.SZ	启明星辰	67%	65%	65%	14%	19%	22%

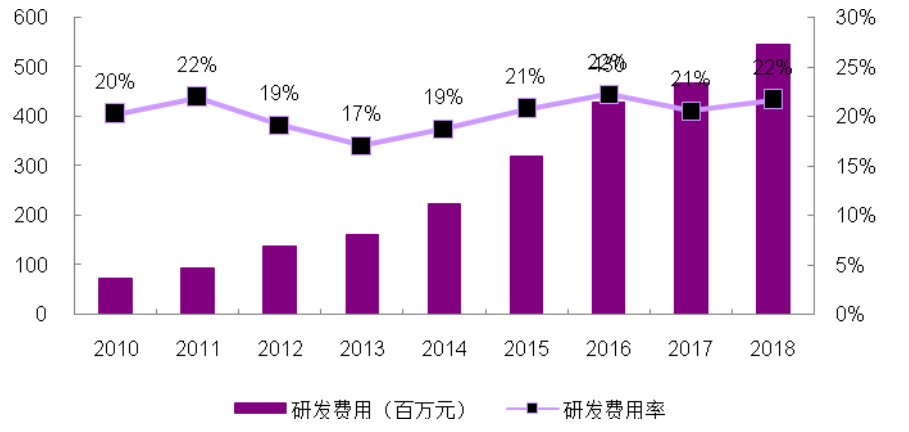
资料来源： wind，光大证券研究所

2.3、公司维持高比例研发应对行业快速变革发展

近年来，信息安全技术的快速变革发展和新型安全威胁的不断出现驱动了全球网络安全技术的加速迭代创新。为应对行业的这种快速发展，公司维持高比例的研发投入，自 2010 年上市以来，公司的研发费用投入一直维持在营收的 20%左右，远高于行业平均水平。公司 2017 年的研发支出高达 5.5 亿元，占总营收的 22%。

公司除了在工控安全、云安全、移动安全和数据安全等多个新兴信息安全领域投入大量研发来完善产品种类，而且积极部署防火墙、防病毒、入侵检测、漏洞扫描等传统安全产品的升级换代。目前在研项目包括：泰合新一代信息安全运营中心系统研发项目、工控系列产品研发项目、提供 SaaS 安全服务形态的云子可信云、入侵分析中心（DAC）研发项目、大数据安全管控系统 DSM 项目、新一代防火墙 NGFW 产品研发项目、云管端一体的数据防泄漏项目。

图 22：公司维持高比例的研发支出



资料来源：wind，光大证券研究所

表 7：公司的研发支出占营收比例与行业公司对比

证券代码	公司名称	2016	2017	2018
300352.SZ	北信源	16%	20%	21%
300369.SZ	绿盟科技	21%	23%	24%
300454.SZ	深信服	18%	19%	21%
300768.SZ	迪普科技	25%	23%	22%
	平均	21%	21%	23%
002439.SZ	启明星辰	22%	21%	22%

资料来源：Wind，光大证券研究所

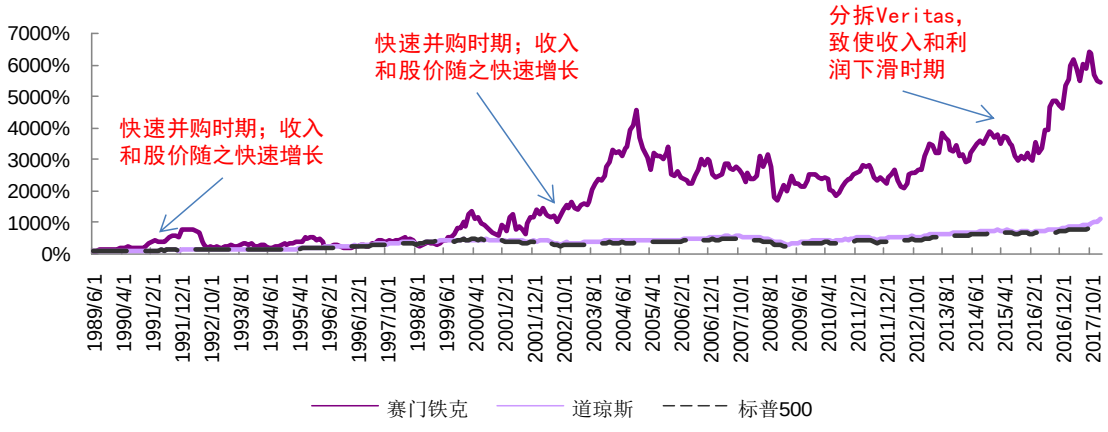
3、三轮驱动公司持续发展：完善产品线+布局新兴安全领域+发力安全服务市场

Symantec 是一家通过外延并购发展起来的全球信息安全龙头。借鉴 Symantec，公司近年来频频外延并购，完善公司产品线，公司业绩和股价有望随之快速上升。其次，为了适应新兴领域不断涌现和安全服务市场服务有望提升的行业趋势，公司通过内部孵化和外部合作进入云安全和工控安全领域，并于 2017 年开始在多个城市实施城市运营中心的安全运维项目，未来有望成为公司新的业绩增长点。

3.1、借鉴全球信息安全龙头 Symantec，外延式并购完善产品线

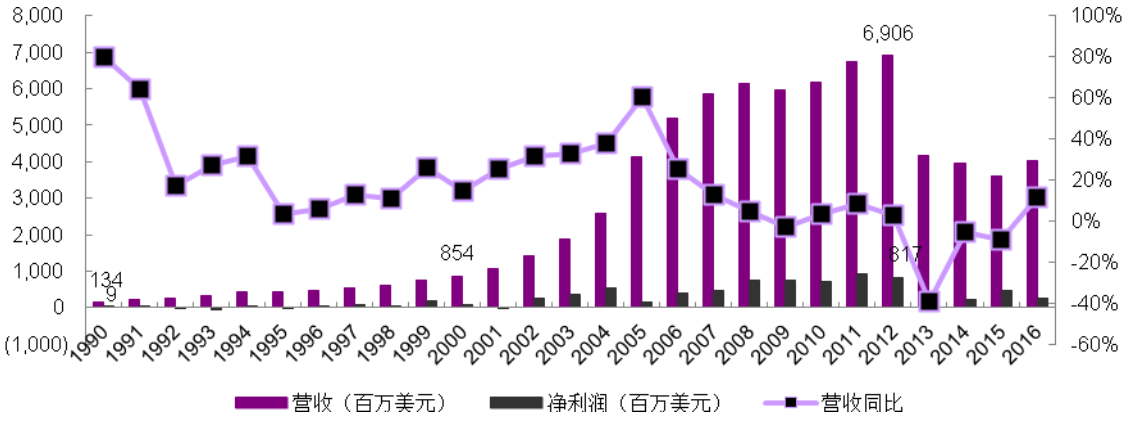
Symantec——通过外延并购发展起来的全球信息安全龙头。Symantec 的发展史主要分为：1982-1985 年的创立期、1985-2000 年的成长期和 2000 年的新世纪动向期。公司成长期布局软件行业的各个细分领域和 2000 年以后完善公司信息安全产品线和引进新技术切入新领域，都离不开大量的外延并购。公司股价表现最好的两个时期也分别发生在公司并购最密集的时期：即 1990-1991 年和 2000-2005 年。

图 23：Symantec 上市以来相对基准指数的涨幅（以 1989 年 6 月 30 日为基准点）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 24：Symantec 上市以来营收和利润情况



资料来源：彭博，光大证券研究所

表 8：Symantec 发展史

发展时期	年份	主要内容
发展早期（1982-1985）	1982	成立于美国加州，Symantec 第一个产品就是为 IBM 开发的一个个人数据处理软件，凭借这个软件的成功，其获得了第一桶金。
成长期(1985-90 年代初)	1987	于当年一月、七月和九月分别并购了已经都各有建树的 Breakthrough（计算机软件：TimeLine project management software for DOS）、Living Videotext（计算机软件）和 Think Technologies of Bedford（又名 THINK C，C 语言的延伸）。
	1990	收购了位于加利福尼亚的业界相当成功的诺顿 Norton 公司（**安全软件/ digital security 数字化安全**）
	1991	6 月，其收购了 Leonard Development Group（同样为 macintosh 开发软件的公司）8 月，购并 Zortech Inc（提供扩平台 C++程序编写），还并购了 Dynamic Microprocessor Associated Inc.（最牛的 PC 远程控制软件 PC anywhere 的开发者）。
	1992	购并 Whitewater Group（计算机软件）和 MultiScope Inc（以咨询为导向的公司，以客户为中心的信息技术公司）。
	1993	收购价值 4700 万美元的 Contact Software International Inc（软件公司，主营 ACT!软件：全球最流行的 Windows 和 Macintosh CRM 应用程序）。
新世纪动向（2000 年至今）	2000	2 月收购 L-3 Network Security（**易损性评估与安全咨询服务**）；11 月收购希捷的 Network Storage Management Group（计算机存储器）；12 月收购 AXENT Technologies（**安全技术**）。
	2001	7 月收购 Foster-Melliar（商业教育：提供与信息技术能力相关的知识和技能指导）；10 月收购 Lindner & Pelc（**网络安全**）。
	2002	7 月收购 Mountain Wave（**安全管理**）；8 月收购 Riptech（**网络安全**）、Resource Technology（提供定制的应用程序和编程来满足客户的业务需求）和 Security Focus（**在线计算机安全的新闻门户网站和信息安全服务供应商**）。
	2003	收购 SafeWeb（**安全网络设备制造**）和 PowerQuest（**计算机档案恢复**）。
	2004	1 月收购 Ejasent（通过全球计算机网络提供各种应用软件的在线接入服务）；2 月收购 ON Technology（计算机软件）；6 月收购 Brightmail（信息技术公司）；7 月收购 TurnTide(**反垃圾邮件技术公司**)、Invio Software（计算机软件）；9 月收购 Kvault（**主营企业信息档案平台**）；10 月收购@stake（**计算机安全专业服务公司**）和 LIRIC（**计算机安全顾问**）；12 月收购 Platform Logic（**计算机安全**）。
	2005	4 月收购 DataCenter（**用于安装计算机系统和相关组件的一个设施**）；5 月收购 XtreamLok（**信息安全公司**）；7 月 Veritas（**数据管理公司**）；10 月收购 WholeSeccurity 和 Sygate（**安全软件公司**）。
	2006	2 月收购 Bindview（Novell 和微软 Windows 目录管理供应商，管理上的漏洞和政策评估与管理软件为客户提供的工具进行评估，**发现和修复网络，硬件或应用程序异常**）和 Relicore（软件管理）；还收购了 Imlogic（IM 保护软件）和 Company-i（信息技术）
	2007	4 月收购 Altiris（IT 管理）；12 月收购 Vontu（**信息安全**）
	2008	4 月收购 AppSteam（应用流技术）；6 月收购 SwapDrive（网络软件）；11 月收购 MessageLabs（**软件服务化安全供应商**）
	2010	分别收购 PGP（**数据加密**）、GuardianEdge（**端点数据保护**）、Versign 安全业务部（**认证服务**）
	2012	收购 Nukona（移动应用管理）、Verisign（**IT 安全软件**）

	2016	收购 BlueCoat（**网络安全**）
	2017	LifeLock（**身份盗窃保护**）

资料来源：Symantec 官网，光大证券研究所

借鉴成功经验，并购拓展公司产品线。启明星辰成立于 1996 年，2010 年成功上市。近年来，公司不断通过外延并购来丰富信息安全产品线和提高综合竞争力，通过投资方式提前布局新领域，不断优化产品和客户结构，以实现对产业链和渠道的合理布局。继 2012 年成功整合网御星云做强防火墙和 UTM 产品线后，2014 年又陆续开展了系列收购活动。2014 年 6 月，收购北京书生电子 100%股权，重点加强对数据安全、数字签名领域的布局，获得了书生电子在安全文档软件方面多项国际领先的技术和专利，并获得了相关涉密和商密资质；2014 年 7 月，公司以 1600 万元收购四川赛贝卡公司，将进一步加强在信息安全领域内数据库审计、运维审计和 4A 等细分领域中的技术优势和市场优势；2014 年 11 月，公司以 1.79 亿元收购杭州合众信息 51%股权，将进一步增强对大数据安全领域的布局，有助于公司在全新数据安全检测技术的完善，实现从网络安全到数据安全的跨越，提升公司核心竞争力。2016 年 1 月，以 2.22 亿元的价格收购安方高科 100%股权进入电磁空间安全领域。7 月收购川陀大匠 100%股权，加强终端安全以及信息安全服务运维布局。12 月以 5.79 亿元收购赛博兴安 90%的股权，将持续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。

表 9：公司上市以来的外延并购情况

子公司	收购时间	收购价格	收购比例	主要应用领域
网御星云	2012.8	2.3 亿元	100%	防火墙及 UTM 产品线
四川赛贝卡	2014.7	0.16 亿元	100%	数据库审计、运维审计和 4A 等细分领域
书生电子	2014.10	0.91 亿元	51%	数据安全领域、数字签名、电子印章、电子公文
	2015.7	0.52 亿元	24%	
	2016.9	0.66 亿元	25%	
合众数据	2014.11	1.785 亿元	51%	大数据分析及大数据安全领域
	2016.1	1.54 亿元	49%	
安方高科	2016.1	2.22 亿元	100%	电磁空间安全领域
川陀大匠	2016.7	0.32 亿元	100%	机器学习算法应用、终端安全以及信息安全服务运维
赛博兴安	2016.12	5.79 亿元	90%	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
智为信息	2017.1	0.3 亿元	30%	抗 DDos 服务及云安全

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 10：书生电子业绩承诺

	2016	2016-2017	2016-2018
书生电子业绩承诺（万元）	1680	3696	6115

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 11：安方高科、合众数据和赛博兴安的业绩承诺

	2015	2016	2017	2018
安方高科业绩承诺（万元）	1850	2150	2360	-
合众数据业绩承诺（万元）	2500	3125	3610	-
赛博兴安业绩承诺（万元）	-	3874	5036	6547

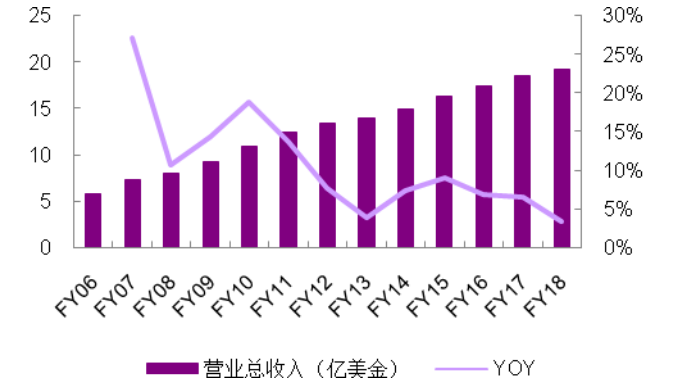
资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2、布局新兴安全领域

除了 Symantec 之外，信息安全领域还有一家同样历史悠久但成立时间稍晚的老牌防火墙厂商——Checkpoint。Checkpoint 成立于 1993 年，以防火墙起家，通过不断的外延式并购和研发发展成为一家网络、数据及端点提供全面安全保护的厂商。相比于 Symantec，Checkpoint 以研发的方式布局新兴安全领域和拓展产品线表现出色。

从防火墙起家后，为适应技术发展趋势，Checkpoint 不断完善产品结构，2006 年进入统一威胁管理和数据安全领域，2009 年推出软件刀片系列产品，2012 年推出 Threat Cloud 布局云市场，2014 年推出移动安全解决方案 Checkpoint 胶囊。逐步形成了在防火墙、统一威胁管理、数据安全、云和移动安全等产品体系。

图 25：Checkpoint 收入稳健增长



资料来源：wind，光大证券研究所

图 26：Checkpoint 产品结构图

资料来源：公司官网

除了外延式并购之外，启明星辰也和 Checkpoint 一样，通过研发的方式布局新兴安全领域和拓展产品线。随着万物互联、云计算和大数据的快速发展，启明星辰已完成大部分产品的虚拟化、云化工作，并推出满足政务云/行业云、大数据应用、智慧城市、工业互联网、态势感知、移动互联安全等新需求的新产品与解决方案。公司三大战略新业务（智慧城市安全运营、工业互联网安全、云安全）的业绩初现规模，2018 年实现销售约 4 亿元，确认收入超过 2 亿元。

1）云安全方面：公司通过内部孵化和产业合作积极推进云安全的布局

内部孵化：

a、2017 年 4 月 27 日，启明星辰在北京发布了一款保护中小企业信息安全产品——**云子可信安全云平台**。云子可信安全云服务通过多层次、多维度的用户需求分析，为企业提供 IT 资产安全、信息安全、数据安全三个层面的安全服务。目前，“云子可信安全云平台”上已推出天珣 SaaS、景云网络防病毒系统（与腾讯合作完成）、铁卷 SaaS 版三个产品，产品每周更

新一次，可为企业提供终端管理、企业杀毒、文档加密和 DLP 等服务。截至 2018 年底，该平台已有全国各地的 10000+企业正在使用。

b、2015 年 4 月 15 日，启明星辰在京发布 **CloudSOC 云安全管理平台**，CloudSOC 主要定位于在政府的**政务云和央企的私有云**。CloudSOC 拥有先进的云安全监测、云安全审计、云安全防护、云安全运维等功能，相当于整个云安全的大脑，管理着所有的在“云”上的安全系统，能够为政企云在安全方面构建可靠、可见、可信、可控的完善的云安全管理体系。

c、除此之外，公司还在着手云管端一体的数据防泄漏项目的研发，2017 年 1 月份收购的智为信息也提供云 WAF 企业版和 DDoS 云防护等云安全产品。

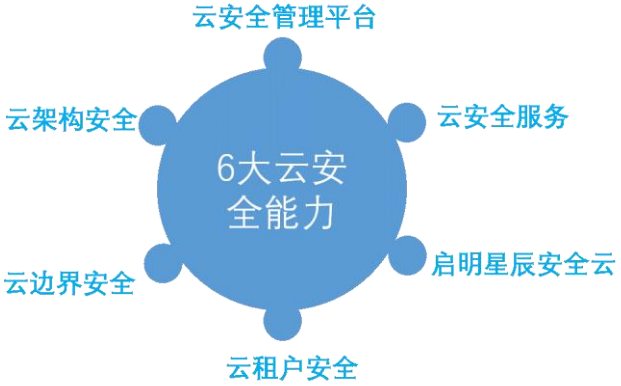
产业合作：

a、2017 年 6 月 9 日，启明星辰与腾讯云签署了《战略合作协议》。双方将在政务云项目建设、产业互联网等领域的多个层面展开深入合作。双方此前也有多次合作，2015 年，合作推出全面的终端安全解决方案——云子可信网络防病毒系统；2016 年达成云端安全战略合作。

b、2017 年 9 月 12 日，全资子公司北京启明星辰信息安全技术有限公司与联想云签署了《战略合作框架协议》。双方将在企业级云计算领域开展全面、深入的战略合作，共同探索云时代下，企业级云服务和安全方案深度融合的新生态模式，合作打造融合的生态体系。

启明星辰针对云安全风险提供了六大云安全能力：云安全管理平台、云安全服务、启明星辰安全云、云租户安全、云边界安全和云架构安全。公司云安全产品已经能够全方位地满足了云平台安全和租户个性化安全需要，目前公司云安全产品已实现对各种云平台包括华为云、腾讯云、浪潮云、天翼云、联通沃云等及其云租户业务的安全监测、防护、响应及预警能力。

图 27：启明星辰具备的 6 大云安全能力



资料来源：公司官网

图 28：启明星辰已成功对接的平台

资料来源：公司官网

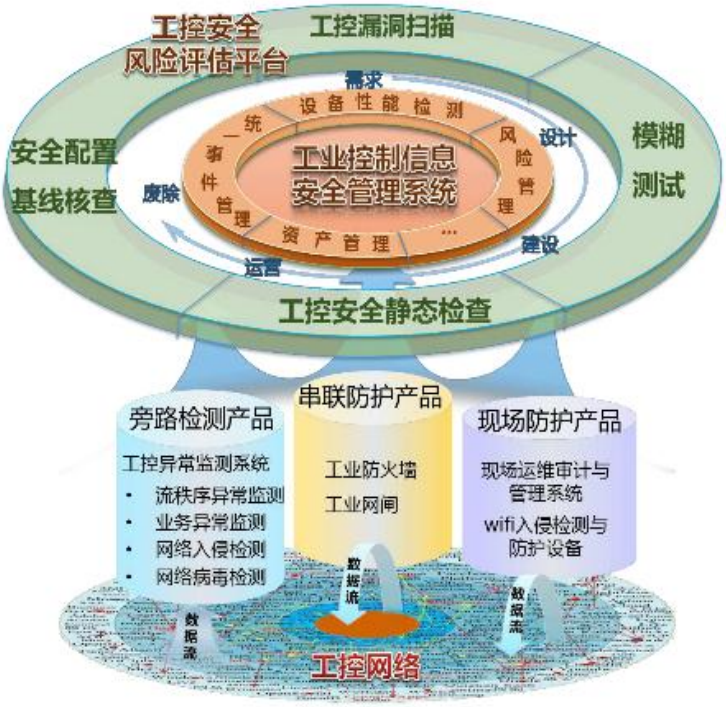
2）工控安全方面：布局工控安全，未来的蓝海市场

近年来，随着信息化和工业化融合的不断深入，工业控制系统从单机走向互联，从封闭走向开放，从自动化走向智能化。在生产力显著提高的同时，工业控制系统面临着日益严峻的信息安全威胁。

公司推出了“天工”系列工控信息安全产品，主要包括工业防火墙、工业网闸、工控异常监测系统、工控网络流秩序分析诊断系统、工控运维审计系统，工控信息安全管理平台等。公司工控产品是基于工业控制系统运行的全生命周期，覆盖管理层、监控层、设备层，重点保障工业控制系统的业务秩序，集防护检测一体，融合信息安全风险管理和技术防护的工业控制系统信息安全产品体系。

启明星辰目前独立完成 200+工控系统\物联网设备安全漏洞研究，参与等保 2.0 等十几项工控网络安全标准制定，融合防护、检测、监管的工业互联网安全运营中心，贯穿 IT\OT\IOT 的整体网络安全产品体系及解决方案，覆盖能源、制造、交通、烟草等行业 200+工业安全案例。截止 2017 年底共产生销量上亿元，在行业内处于第一梯队。

图 29：启明星辰工控系列产品体系



资料来源：公司官网

3.3、战略布局城市安全运营中心，发力安全服务市场

2018 年 12 月 29 日，证监会审核通过公司发行可转换公司债券募集不超过 10.9 亿元资金用于在济南、杭州、昆明和郑州四个的建设城市安全运营中心，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，并将在昆明、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。

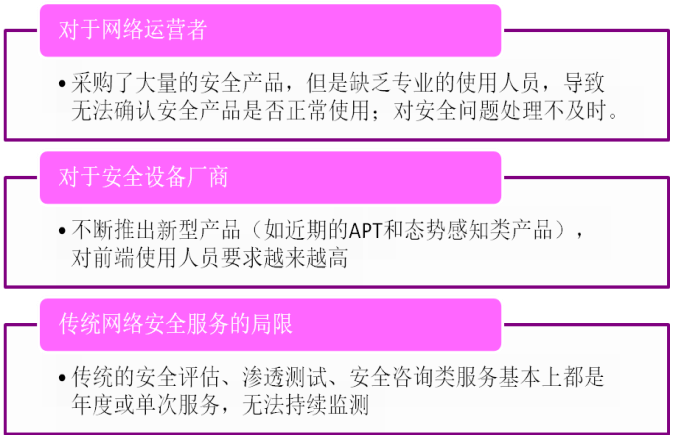
公司 2016 年开始在全国范围布局智慧城市的独立安全运营中心建设，截至 2018 年底，启明星辰已经在成都、济南、青岛、天津、广州、南昌、三门峡、攀枝花等 20 个城市建成/在建安全运营中心开展业务。

区域安全运营中心是未来发展趋势。智慧城市中存储了海量城市数据信息，涉及政务、医疗、社保、交通等行业，而智慧城市的核心之一便是数据的共享与融合，确保海量数据在融合与使用过程中居民个人隐私信息、企业和政府敏感数据不被入侵篡改和肆意泄露。

为此近些年各级政府和企事业单位在网络建设的过程中投入大量资金购买专业的网络安全产品和服务，但是国内网络安全事件频发，现有网络安全服务运营模式还存在诸多缺陷，存在巨大的提升空间。

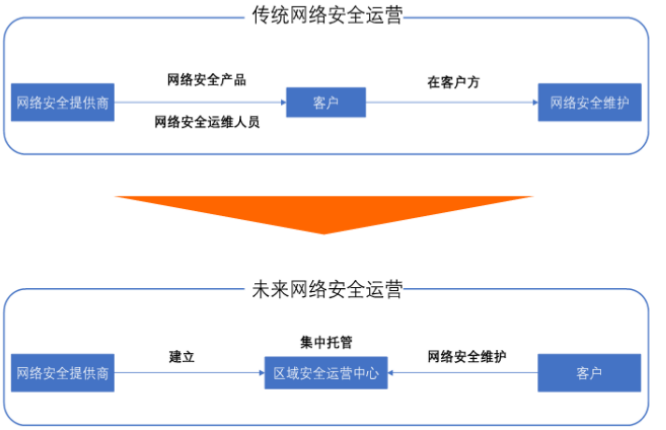
未来区域安全运营中心将政府和企事业单位的网络安全业务进行集中托管，为客户提供有效的整体安全服务，通过专业的安全运维人员和专家分析团队为客户提供 7*24 小时的安全监测和感知能力，并且在各个城市安全运营中心间建立横向沟通机制，在各个运营中心的系统层面建设威胁情报传递功能，建立安全事件的快速应急响应体系，从而有效提高应对网络安全事件的防御能力，保障政府机构和企事业单位的信息系统正常、持续运行。

图 30：当前网络安全运营模式的缺陷



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 31：未来网络安全运营模式



资料来源：公司公告，光大证券研究所

智慧城市安全运营是一块蓝海市场。我国住建部、发改委、工信部等重要部门均参与智慧城市试点规划，截至 2015 年共规划了 686 个试点，试点城市将经过 3-5 年的创建期，住建部将组织评估，对评估通过的试点城市(区、镇)进行评定，评定等级由低到高分为一星、二星和三星。如果其他智慧城市也推进城市安全运营中心建设，市场空间巨大。

表 12：中国智慧城市试点城市统计

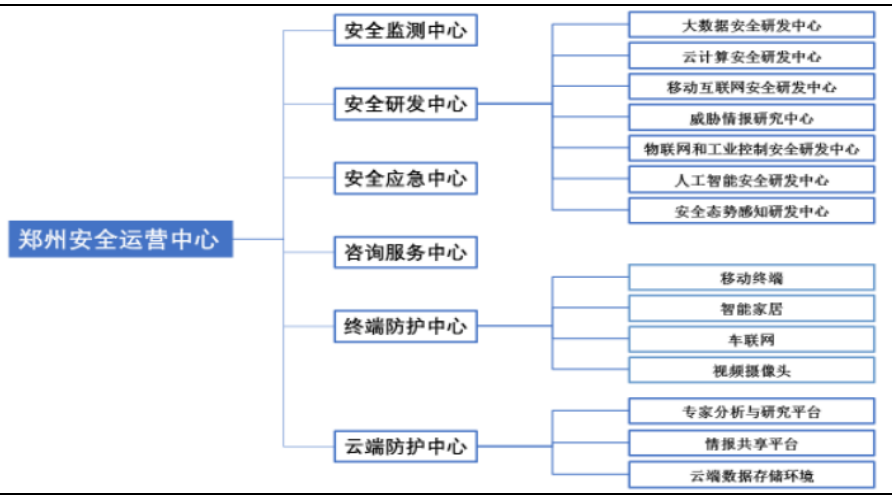
试点年份	部位名称	试点名称	试点数量
2012	住建部	国家智慧城市试点（第一批）	90

	科技部和国家标准委	智慧城市技术和标准试点	20
2013	住建部	国家智慧城市试点（第二批）	新增试点 103 个 扩大试点 9 个
	工信部	国家信息消费试点（第一批）	68
	国家测绘地理信息局	智慧城市时空信息云平台试点（第一批）	10
	工信部	基于云计算的电子政务公共平台试点示范	77
2014	住建部	国家智慧城市试点（第三批）	36
	国家测绘地理信息局	智慧城市时空信息云平台试点（第二批）	10
	国家发改委	信息惠民国家试点城市	80
	工信部与国家发改委	宽带中国示范城市（城市群）	39
	国家发改委	宽带乡村试点工程（一期）	6
总计		**7 类试点**	**686 个试点**

资料来源：公司公告

公司在智慧城市安全项目上持续落地，将为公司带来三方面的好处：1、智慧城市运营中心基本框架大同小异，未来智慧城市安全运营模式有望快速复制推进；并且智慧城市安全运营业务体量大，未来有望成为公司新的增长引擎。2、城市运营中心本质上是一种安全服务，对安全厂商的综合服务能力要求较高，安全服务在当地城市的落地有望给公司带来更多的安全产品的销售。3、智慧城市安全项目的不断开展将使公司接触到更多的高端客户，这为将来获得更多的网络安全总包项目打好基础，进一步扩大启明星辰在该省份的市场份额以及网络安全服务能力。

图 32：安全运营中心防护能力全面，可复制性强



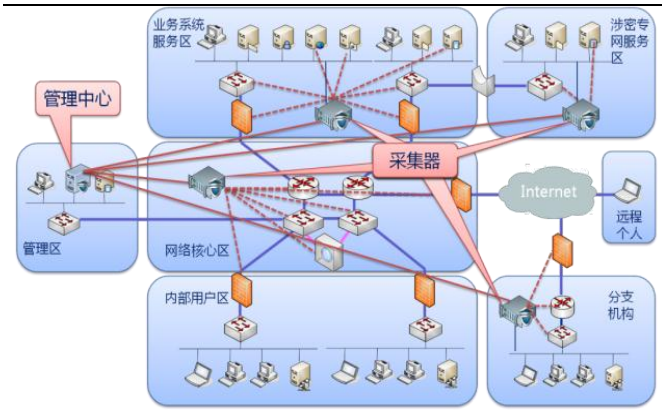
资料来源：公司公告

城市安全运营中心本质上是 SOC 的放大版。安全管理平台（SOC）的产生主要是基于以下几个痛点：1、安全设备的零散、无序组织，难以抵抗有组织有预谋的大规模网络攻击；2、大量安全设备的无序叠加导致安全问题严重；3、业务系统与安全系统松耦合，导致安全防护无的放矢。这和城市安全面临的痛点有很多相似之处。SOC 的管理中心是部署在一个网络可达的区域，实现对全网 IT 资产的集中化信息采集、分析和管控。对于分散的 IT 资产，系统提供了可以分布式部署的安全信息采集器，针对分散的区域进行

安全信息的采集，并转发给安全管理平台。管理员可以通过浏览器在远程登录安全管理平台进行各项操作。SOC 的功能和部署方式和城市安全运营中心差不多，因此，城市安全运营中心本质上是 SOC 的放大版。

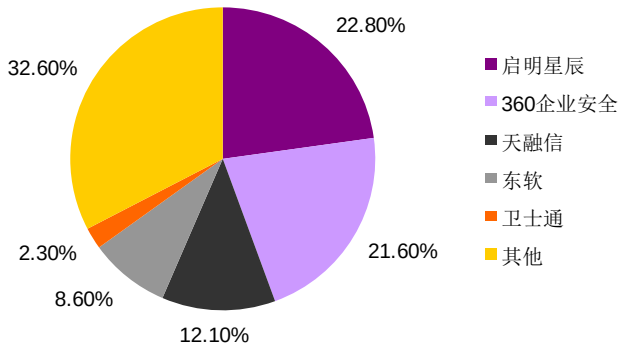
公司在 SOC 领域技术领先且客户基础较好，拓展城市运营中心具备明显的优势。作为中国领先的安全管理平台之一，启明星辰泰合信息安全运营中心系统经过 10 多年的持续发展，获得了十多项发明专利，得到了国家多项专项基金的支持，并拥有目前国内巨大的客户群。根据赛迪顾问报告， 2017 年，公司在国内 SOC 市场以 22.80%的份额达到排名第一，这是自 2008 年以来连续 10 年领跑中国安全管理平台市场。公司在 SOC 领域技术领先、客户基础较好，这将为公司未来拓展城市运营中心具备明显的优势。

图 33：公司泰合信息安全运营中心系统典型部署场景



资料来源：公司官网

图 34：2017 年国内安全管理平台市场份额



资料来源：CCID

4、投资建议

4.1、核心假设与业绩预测

因 18 年对子公司安防高科完成剥离，导致 18 年收入较低。考虑到剥离已经结束，预计安防高科对公司未来收入影响较少。基于以下假设：

1、根据 IDC 的预测，18-21 年信息安全行业还将保持 23%左右复合增速。考虑到公司多款安全产品的龙头地位和数据安全的布局，预计公司安全产品未来几年将高于行业 23%的整体增速，假设 2019-2021 年安全产品收入分别增长 25%、25%和 25%。

2、考虑到城市安全运营中心业务拓展加速，未来几年安全服务业务有望高于信息安全行业 23%的整体增速，假设安全服务 2019-2021 年收入分别增长 40%、40%和 35%。

3、考虑到过去几年占公司收入比重较大的安全产品、安全服务和硬件及其他三块业务过去几年毛利率变化较小，假设公司 2019-2021 年各项业务毛利率与 18 年保持一致。

表 13：启明星辰营收预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入合计（百万元）	**2278.52**	**2521.81**	**3182.24**	**4028.49**	**5074.65**
安全产品	1660.95	1764.81	2206.01	2757.52	3446.89
安全服务	384.13	427.47	598.46	837.84	1131.09
硬件及其他	212.42	305.82	351.69	404.45	465.11
其他业务	21.02	23.71	26.08	28.69	31.56
营业收入增速	**18.22%**	**10.68%**	**26.19%**	**26.59%**	**25.97%**
安全产品	16.98%	6.25%	*25.00%*	*25.00%*	*25.00%*
安全服务	25.54%	11.28%	*40.00%*	*40.00%*	*35.00%*
硬件及其他	18.47%	43.97%	*15.00%*	*15.00%*	*15.00%*
其他业务	-5.44%	12.80%	*10.00%*	*10.00%*	*10.00%*

资料来源：wind，光大证券研究所预测

预计公司 2019-2021 年收入分别为 31.82、40.28 和 50.75 亿元，预计 19-21 年归属于母公司净利润分别为 7.05、8.88 和 11.15 亿元，对应的 EPS 分别为 0.79、0.99、1.24 元/股。

4.2、相对估值

当前上市公司中同样定位信息安全的有绿盟科技、卫士通、蓝盾股份、南洋股份、迪普科技和深信服，考虑到卫士通业绩波动较大，蓝盾股份以安全集成和电商业务为主，我们将研究绿盟科技、南洋股份、迪普科技和深信服的公司估值情况，从而为启明星辰估值提供参考。

目前 A 股信息安全公司的平均估值水平为 19 年 44 倍、20 年 34 倍、21 年 26 倍，3 年净利润 CAGR 13~43%、PEG 在 1.3~2.6。

综合对比及考虑启明星辰 2019-2021 年净利润 CAGR 25%和国内信息安全龙头地位，给予公司 19 年 40 倍 PE，对应股价为 31.6 元。

表 14：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS（元）				PE（X）				CAGR -3/2018	PEG -2018	市值
	05.24	18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E			亿元
绿盟科技	12.08	0.21	0.29	0.37	0.61	58	42	33	20	43%	1.3	97
南洋股份	14.34	0.42	0.41	0.54	0.61	34	35	26	24	13%	2.6	166
迪普科技	30.40	0.50	0.64	0.82	1.00	60	48	37	30	26%	2.3	122
深信服	88.10	1.50	1.77	2.26	2.96	59	50	39	30	25%	2.3	355
平均	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**53**	**44**	**34**	**26**	**27%**	**2.1**	**-**
启明星辰	**23.79**	**0.63**	**0.79**	**0.99**	**1.24**	**37**	**30**	**24**	**19**	**25%**	**1.5**	**213**

资料来源：wind 一致预期，启明星辰 EPS 为光大证券研究所预测数据

4.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

1、长期增长率：假设长期增长率为 3%；

2、β值选取：采用申万三级行业分类-软件开发的行业β作为公司无杠杆β的近似；

3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 6.60%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β(βlevered)	1.02
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	11.04%
税率	6.60%
Kd	0.00%
Ve	16713
Vd	0
目标资本结构	0.00%
WACC	11.04%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	13.05	0.06%
第二阶段	10190.07	43.00%
第三阶段（终值）	13493.90	56.94%
企业价值 AEV	23697.02	100.00%
加：非经营性净资产价值	981.00	4.14%
减：少数股东权益（市值）	58.73	-0.25%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	24619.28	103.89%
股本（百万股）	896.69	
每股价值（元）	27.46	
PE（隐含）	34.94	
PE（动态）	31.34	

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
10.0%	30.06	31.26	32.62	34.19	36.03
10.5%	27.72	28.73	29.86	31.15	32.64
11.0%	25.66	26.51	**27.46**	28.53	29.76
11.5%	23.83	24.55	25.35	26.25	27.27
12.0%	22.20	22.81	23.49	24.25	25.11

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	27.46	22	—	36	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	32.05	24	—	47	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

根据上述绝对估值的结果，预计公司合理股价区间为 27 至 32 元。

4.4、估值结论与投资评级

我们选择相对估值法和绝对估值法两种方法对公司进行价值评估。1）相对估值法：预计启明星辰 19-21 年 CAGR 25%，给予公司 19 年 40 倍 PE，对应股价为 31.6 元。2）绝对估值：我们对公司主业部分利用绝对估值法进行计算，预计公司合理股价区间为 27 至 32 元。因此综合来看我们给予公司目标价 31.6 元，对应 2019 年 40 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.5、股价驱动因素

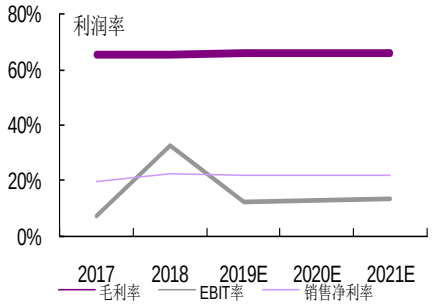
大规模信息安全事件发生，相关信息安全政策出台

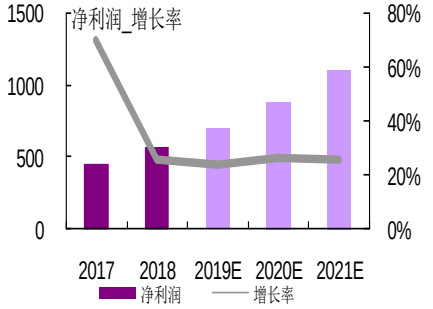
5、风险分析

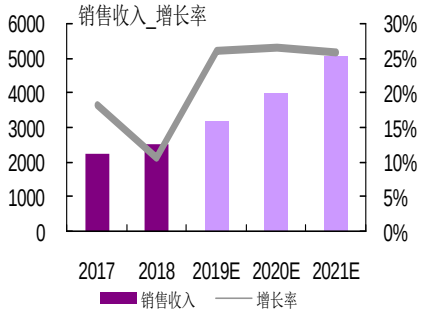
新兴安全领域拓展不及预期。新兴安全领域技术门槛较高，竞争激烈，公司在云安全等新兴安全领域并没有形成绝对的领先优势，公司有在新兴安全领域拓展不及预期的风险。。

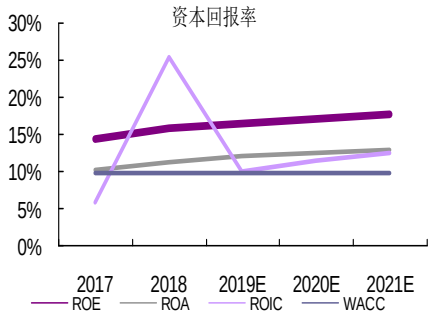
安全服务市场拓展不及预期。目前公司只在 20 个城市开展了城市安全运营中心项目，未来其他智慧城市是否开展城市安全运营中心存在一定的不确定性。

公司产品不能及时满足市场需求。信息安全行业是一个技术门槛比较高的行业，而且技术和产品更迭较快，每一项产品都需要投入大量的研发，公司有不能及时对产品进行更新换代满足市场需求的风险。









利润表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2,279**	**2,522**	**3,182**	**4,028**	**5,075**
营业成本	793	871	1,091	1,373	1,718
折旧和摊销	126	124	51	60	69
营业税费	30	31	35	44	56
销售费用	565	613	764	959	1,203
管理费用	616	158	837	1,059	1,335
财务费用	-3	-5	-5	-8	-13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	23	96	96	96	96
营业利润	**358**	**559**	**499**	**632**	**793**
利润总额	470	600	743	936	1,176
少数股东损益	-9	-9	-11	-14	-17
归属母公司净利润	**452**	**569**	**705**	**888**	**1,115**

资产负债表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	**4,275**	**4,900**	**5,713**	**6,924**	**8,435**
流动资产	2,423	2,971	3,647	4,797	6,255
货币资金	596	672	745	1,197	1,793
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,221	1,560	1,959	2,481	3,125
应收票据	23	75	95	120	152
其他应收款	61	83	105	132	167
存货	179	170	273	343	430
可供出售投资	199	328	328	328	328
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	117	82	82	82	82
固定资产	252	249	327	396	455
无形资产	191	190	180	171	162
总负债	**1,098**	**1,277**	**1,396**	**1,732**	**2,145**
无息负债	1,092	1,277	1,396	1,732	2,145
有息负债	6	0	0	0	0
股东权益	**3,177**	**3,623**	**4,317**	**5,192**	**6,290**
股本	897	897	897	897	897
公积金	1,011	990	1,060	1,149	1,261
未分配利润	1,231	1,744	2,379	3,178	4,182
少数股东权益	42	33	22	8	-9

现金流量表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**444**	**310**	**152**	**459**	**597**
净利润	452	569	705	888	1,115
折旧摊销	126	124	51	60	69
净营运资金增加	169	348	635	557	690
其他	-302	-731	-1,238	-1,046	-1,278
投资活动产生现金流	**-509**	**-197**	**-90**	**-24**	**-24**
净资本支出	-298	-124	-120	-120	-120
长期投资变化	117	82	0	0	0
其他资产变化	-328	-154	30	96	96
融资活动现金流	**72**	**-97**	**12**	**16**	**24**
股本变化	28	0	0	0	0
债务净变化	6	-6	0	0	0
无息负债变化	97	184	119	336	413
净现金流	**6**	**17**	**74**	**451**	**596**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	18.22%	10.68%	26.19%	26.59%	25.97%
净利润增长率	70.41%	25.90%	23.83%	26.10%	25.55%
EBITDA 增长率	23.68%	219.83%	-52.00%	30.99%	27.85%
EBIT 增长率	23.74%	385.16%	-50.92%	32.67%	29.29%
估值指标					
PE	47	37	30	24	19
PB	7	6	5	4	3
EV/EBITDA	72	22	46	35	27
EV/EBIT	127	26	52	39	29
EV/NOPLAT	134	27	56	42	32
EV/Sales	9	8	7	5	4
EV/IC	8	7	6	5	4
盈利能力（%）					
毛利率	65.18%	65.47%	65.73%	65.92%	66.14%
EBITDA 率	12.92%	37.32%	14.13%	14.62%	14.84%
EBIT 率	7.39%	32.39%	12.52%	13.12%	13.47%
税前净利润率	20.63%	23.78%	23.34%	23.24%	23.17%
税后净利润率（归属母公司）	19.83%	22.56%	22.14%	22.05%	21.98%
ROA	10.36%	11.43%	12.14%	12.63%	13.02%
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.41%	15.85%	16.40%	17.14%	17.71%
经营性 ROIC	5.79%	25.35%	9.91%	11.31%	12.52%
偿债能力					
流动比率	2.32	2.44	2.74	2.89	3.03
速动比率	2.15	2.30	2.54	2.68	2.83
归属母公司权益/有息债务	531.38	-	-	-	-
有形资产/有息债务	552.49	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.50	0.63	0.79	0.99	1.24
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.50	0.35	0.17	0.51	0.67
每股自由现金流(FCFF)	-0.09	0.50	-0.31	-0.06	-0.03
每股净资产	3.50	4.00	4.79	5.78	7.02
每股销售收入	2.54	2.81	3.55	4.49	5.66

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼