

## 事件驱动不断,信息安全行业增长快速

### ——启明星辰 (002439) 深度报告

增持 (首次)

日期: 2014 年 01 月 06 日

	2012 年	2013 年	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7.28	1021	1315	1695
增长比率 (%)	70.69	40	29	29
归母净利润(百万元)	74	106	157	215
增长比率 (%)	20.72	44	47	37
每股收益(元)	0.35	0.51	0.75	1.03
市盈率(倍)	93	59	38	27

#### 报告关键要素:

公司是国内最具实力的、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。在产品方面,公司拥有完善的专业安全产品线,横跨防火墙/UTM、入侵检测管理、网络审计、终端管理、加密认证等技术领域,共有百余个产品型号,并根据客户需求不断增加。其中防火墙(FW)、统一威胁管理(UTM)、入侵检测与防御(IDS/IPS)、安全管理平台(SOC)均取得市场占有率第一的成绩。

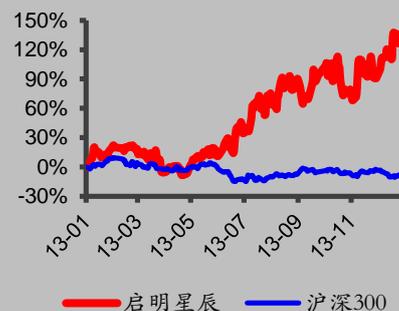
#### 投资要点:

- **政策和需求双重驱动信息安全行业发展:** 从近年来政策方面的支持来看,政府和各行业出台了一系统安全政策和法规,直接刺激了安全投资的增加。我们认为需求驱动主要由三方面组成:一是国内企业对信息安全问题认识不足,很多企业信息安全体系建设不完善;二是去 IOE 等国产化趋势的发展,将为信息安全厂商带来的新的空间;三是技术的进步,导致网络环境发生变化和新的攻防手段层出不穷,对原有防护产品的技术升级的需求。
- **通过整合网御星云,公司打开并购之路:** 通过分析 SYMC 的成长史,我们知道在企业发展的前期,通过并购来扩大市场份额和完善产品是一条行之有效的道路,公司通过收购网御星云,不仅提高了网关产品的技术实力,也扩大了原有的市场区域,我们认为我国信息安全行业还处于相对初级的发展阶段,需要通过并购等来扩大规模和提高技术能力来打造品牌和服务,因此,我们预计公司未来还将会有资本运作。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预测 2013-2015 年每股收益分别为 0.51 元、0.75 元和 1.03 元,对应市盈率 59 倍、38 倍和 27 倍,给予“增持”评级。
- **风险因素:** 行业成长阶段低于预期;公司战略方向低于预期。

#### 基础数据

收盘价(元)	33.00
市净率(倍)	5.83
流通市值(亿元)	40.99
每股净资产(元)	5.66
每股经营现金流(元)	-0.49
毛利率(%)	-19.18
净资产收益率(%)	-2.67
资产负债率(%)	19.42
总股本(万股)	20,756
流通股(万股)	12,421

#### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所

#### 相关研究

无

#### 分析师: 宋颖

执业证书编号: S0270100010018

#### 研究助理: 黄星霖

电话: 021-60883497

邮箱: huangxl\_yjs@wlzq.com.cn

## 目录

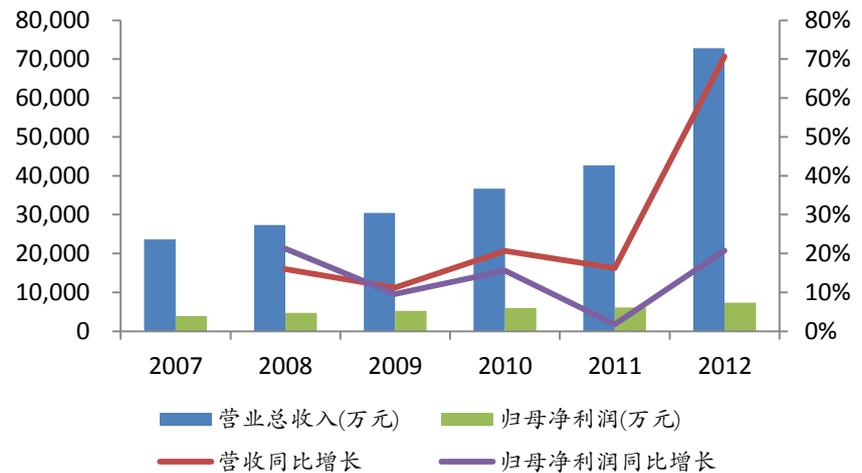
1 专注于信息安全行业, 公司增长稳定 .....	3
2 信息安全行业仍处于成长阶段, 公司空间广阔 .....	4
2.1 信息安全事件频发, 政策驱动逐步加力 .....	5
2.2 信息化建设和 IT 国产化带来需求 .....	7
2.3 公司产品线完备, 受益行业发展, 公司未来增长看好 .....	8
3 研发投入和并购是信息安全企业做大做强的必由之路 .....	10
3.1 赛门铁克(SYMC)的成长史就是一部并购史 .....	10
3.2 公司整合网御星云, 打开并购之路 .....	12
4 公司财务分析-研发投入大和人力成本高 .....	14
5 盈利预测及估值 .....	16
5.1 基本假设 .....	16
5.1 公司收入利润增长的主要逻辑 .....	16
5.3 估值及建议 .....	17
6 重点关注事项 .....	17
6.1 风险提示(负面) .....	17
附录(单位:百万元).....	18
图 1、2007-2012 营业总收入及归母净利润增长情况(单位:万元).....	3
图 2、国内信息安全发展阶段 .....	4
图 3、2009 年至 2015 年中国信息安全产品市场规模 .....	5
图 4、未来信息安全市场需求构成 .....	7
图 5、1998-2013 年 SYMC 的研发占营收比重提高 .....	12
表 1、近两年信息安全建设的重要事件和政策 .....	6
表 2、公司主要产品线及类别 .....	8
表 3、赛门铁克 1998-2013 年部分收购情况 .....	11
表 4、公司对外投资的情况 .....	13
表 5、公司研发支出/营收与信息安全巨头对比 .....	14
表 6、2008-2012 年公司人力成本情况 .....	15
表 7、2010-2013H1 年公司研发投入去化率情况 .....	16
表 8、启明星辰销售收入结构预测 .....	16

## 1 专注于信息安全行业, 公司增长稳定

公司是国内最具实力的、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。在产品方面, 公司拥有完善的专业安全产品线, 横跨防火墙/UTM、入侵检测管理、网络审计、终端管理、加密认证等技术领域, 共有百余个产品型号, 并根据客户需求不断增加。其中防火墙 (FW)、统一威胁管理 (UTM)、入侵检测与防御 (IDS/IPS)、安全管理平台 (SOC) 均取得市场占有率第一的成绩。从下游市场情况看, 公司是政府、电信、金融、能源、交通、军队、军工、制造等行业企业级用户的首选品牌, 在政府和军队拥有 80% 的市场占有率, 为世界五百强中 60% 的中国企业客户提供安全产品及服务, 对政策性银行、国有控股商业银行、全国性股份制商业银行实现 90% 的覆盖率, 为中国移动、中国电信、中国联通三大运营商提供安全产品、安全服务和解决方案。

近年来, 受益于网络安全需求的增长, 公司营业总收入从 2007 年的 2.36 亿元增长到 2012 年的 7.28 亿元, CAGR 达到 25%, 归属于母公司所有者的净利润从 2007 年的 3903.92 万元增长到 2012 年的 7364.60 万元, 年均复合增长率达 13.5%, 净利率始终保持在 14% 左右。

图 1、2007-2012 营业总收入及归母净利润增长情况(单位:万元)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

从收入结构来看, 安全网关类产品受益于网关市场的快速增长和收购网御星云后客户和技术力量都有所增强, 目前是占公司收入的比重最大, 12 年占比 33.24%, 13 年上半年占比达到 43.93%。安全检测类产品占公司收入 25.31%, 13 年上半年占比为 23.52%, 仅次于安全网关类产品, 从目前信息安全硬件占市场近 50% 的比重和市场发展的趋势来看, 我们预计未来网关类产品和检测类收入仍将是公司增长的主要动力。

## 2 信息安全行业仍处于成长阶段，公司空间广阔

中国信息安全行业起步较晚，自本世纪初以来经历了三个重要发展阶段(萌芽、爆发和普及阶段)，产业规模逐步扩张。尤其是近年来，各类网络威胁造成的损害不断增强，带动了市场对信息安全产品和服务需求的持续增长;此外，安全事件频发、政府重视和政策扶持也不断推动我国信息安全产业的快速发展。

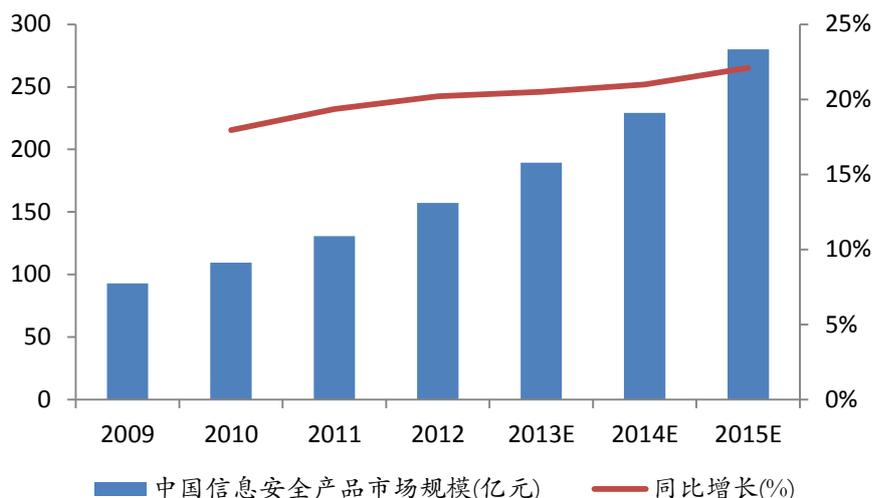
图 2、国内信息安全发展阶段



资料来源：赛迪顾问、万联证券研究所

在市场规模方面,根据赛迪顾问的数据显示,全球信息安全市场年均增长率在 11%左右,而我国信息安全行业正处于快速成长期,信息安全需求层次逐步从中央向省级、地市甚至县级渗透,从核心业务安全监控向全面业务安全保护扩展,从网络实施阶段的安全布置到网络运行过程的安全维护,安全需求正在向更高层次、更广范围延伸,安全产品的市场需求不断扩大。2009 年至 2011 年我国信息安全产品市场规模从 92.94 亿元成长到 130.84 亿元,年均复合增长率为 18.17%。未来,我国信息安全市场仍将保持快速增长,2013 年我国信息安全产品的市场规模将进一步增长至 188.64 亿元,2014 年将至 228.03 亿元,年均复合增长率高达 20.33%,长期来看,由于我国信息安全市场正处于增长期,预计未来将保持 20%以上的增速。

图 3、2009 年至 2015 年中国信息安全产品市场规模



资料来源：赛迪顾问、万联证券研究所

## 2.1 信息安全事件频发，政策驱动逐步加力

近年来,随着国民经济的发展和信息化的普及,信息安全问题正成为备受全社会关注的焦点问题之一。威胁信息,网络安全的方式,手法也不断变化,信息安全事件频发,给国家,企业造成了大量的损失,政府和公众的信息安全意识不断增强,对信息安全产品的需求也不断提高。

今年以来影响最大的信息安全事件莫过于 6 月,前美国中情局雇员曝光的包括“棱镜”项目在内的美国政府多个秘密情报监视项目,涉及美国情报机构在互联网上对包括中国在内的多个国家 10 类主要信息进行监听,其包括电邮信息、即时消息、视频、照片、存储数据、语音聊天、文件传输、视频会议、登录时间、社交网络资料等细节。“棱镜”项目的曝光,无异于投入水中的一颗重磅炸弹,立刻激起全球范围内的强烈反对,同时也让日趋激烈的现代化信息战争全面爆发。其实早在 2010 年左右,美国就通过震网和火焰这样高级网络武器组合的攻击仅只花费不到一亿美金就达到了将伊朗核武器计划滞后 4 年的目的,而动用真实武器打击花费至少上千亿,另外攻击者其实是有能力制造更大的损失的。显然网络并不安全,已经成为国家间对抗的另一战场。随后国家出台了一系统政策,特别是 8 月,针对金融、云计算与大数据、信息系统保密管理、工业控制等领域面临的信息安全实际需要,国家发展改革委组织国家信息安全专项,具体事项与“棱镜”项目中的攻防技术有明显的相关性。

从近年来政策方面的支持来看,政府和各行业出台了一系统安全政策和法规,直接刺激了安全投资的增加。2007 年,公安部下发《信息安全等级保护管理办法》,要求对基础设施和重要信息系统进行有针对性的定级保护。

该办法增加了各行业安全意识,各行业也根据业务需求和国家政策制订了

相应的行业政策和规范，如电信运营商每年的安全大检查、金融行业关于网上交易方面的政策指引、电网行业的春秋检查等，由此推动了各行业的安全投资，为各类信息安全产品提供了广阔的空间。

表 1、近两年信息安全建设的重要事件和政策

时间	政策或事件	出台部门	主要内容
2012. 6. 28	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	提升网络与信息安全监管能力。完善国家网络与信息基础设施，加强网络与信息专业骨干队伍和应急技术支撑队伍建设，提高风险隐患发现、监测预警和突发事件处置能力。加强信息共享和交流平台建设，健全网络与信息信息安全信息通报机制
2012. 11. 14	十八大报告	中共十八大	建设下一代信息基础设施，发展现代信息技术产业体系，健全信息安全保障体系，推进信息技术广泛运用
2012. 12. 28	关于加强网络信息保护的決定	十一届全国人大第三十次会议	网络服务提供者应当加强对其用户发布的信息的管理，发现法律、法规禁止发布或者传输的信息的，应当立即停止传输该信息，采取删除等处置措施，保存有关记录，并向有关主管部门报告。
2013. 6	“棱镜门”事件		美国国家安全和联邦调查局的秘密监控项目，直接进入美国网际网路公司的中心服务器里挖掘数据、收集情报，包括从多国际网络巨头皆参与其中
2013. 8. 12	关于组织实施 2013 年国家信息安全专项有关事项的通知	国家发改委	针对金融、云计算与大数据、信息系统保密管理、工业控制等领域面临的信息安全实际需要，国家发展改革委决定继续组织国家信息安全专项
2013. 11. 16	中共中央关于深化改革若干重大问题的決定	十八届中央委员会第三体全体会议	加大依法管理网络力度，加快完善互联网管理领导体制，确保国家网络和信息安全
2013. 12. 27	推进两化融合和维护网络信息安全	全国工业和信息化工作会议	改进互联网行业管理，完成重大活动通信、无线电和网络信息安全保障任务

资料来源：网络公开资料、万联证券研究所

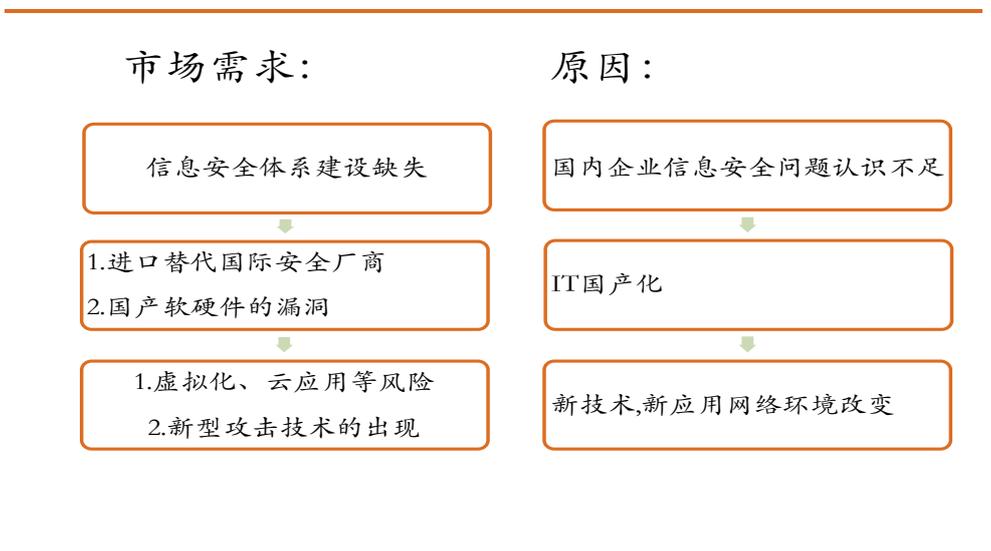
与欧美等发达国家相比,我国相关法律制度的缺失,也使我国的信息安全形势不容乐观,以美国为例,美国历来将信息安全看做维护国家安全的重要环节,是世界上第一个引入信息战概念的国家,也是信息安全法律规范体系建设较系统的国家。美国信息安全法制建设可追溯到 1946 年《原子能法》和《1947 年国家安全法》两部法律的出台,自 1978 年以来,美国国会及政府各部门先后通过了 130 余项相关法律法规。尤其是“9·11 事件”之后,相关立法明显呈“井喷”态势。除宪法修正案中的表达自由条款外,美国涉及网络信息安全治理的联邦成文法可大致区分为两大类:(1)防止侵入计算机系统、打击制造、传播计算机病毒及恶意软件、保护信息网络基础设施的法律规范,(2)限制和规范网络信息发布、传播、利用等活动的法律规范。

面对高速发展的互联网技术，我国法律条文中所规范的准则还远远不能对互联网攻击、网络泄密、网银盗窃等行为起到威慑作用。政府应尽快建立健全相关标准和法律，形成完备的信息安全制度。

## 2.2 信息化建设和 IT 国产化带来需求

考虑目前国内的信息化建设现状,以及未来 IT 国产化的趋势,我们认为需求驱动主要由三方面组成:一是国内企业对信息安全问题认识不足,很多企业信息安全体系建设不完善;二是去 IOE 等国产化趋势的发展,将为信息安全厂商带来的新的空间;三是技术的进步,导致网络环境发生变化和新的攻防手段层出不穷,对原有防护产品的技术升级的需求。

图 4、未来信息安全市场需求构成



资料来源：万联证券研究所

长期以来，由于国内很多企业对信息安全问题的认知，大部分政企单位都存在对信息安全事件缺乏防范的问题。目前多数企事业单位的内网没有经过严格过滤，外界互联网的病毒可以随意下载至本地电脑。虽然少部分保密级别高的单位采取了内外网物理隔离的办法，但是仍无法阻止病毒由 USB 存储设备（如 U 盘、移动硬盘等）入侵网络。前面提到过的“超级工厂”和“超级火焰”病毒就是典型案例，这两种病毒主要依靠 USB 存储设备传播。病毒一旦进入单位内网，就可以悄无声息地获得许多重要电子设备的控制权限。

在 IT 国产化进程中,将为信息安全带来更大的空间,我们认为对信息安全厂商来说,会带来动力和压力双重作用,第一,利用 IT 国产化契机,进口替代扩大市场份额的扩大,目前国产信息安全产品主要在政府和军队市场,而目前金融等领域,还主要是国际安全厂商提供服务,第二,去 IOE 等设备国产化过程中,预计国产软硬件漏洞将会层出不穷,从目前来看这块儿市场预计将会很大。第三,通过国产化过程,将会激励国内安全厂商提升技术和管理的水平。以金山软件的 WPS 来看,

今年七月金山发布 WPS Office 2013 新产品后,工行和中国石油天然气集团,先后成为首批用户,12 月份,南京韩海源公司就捕获到一个利用 wps 2012/2013 Oday 针对中国政府部门的钓鱼邮件定向攻击事件,而微软当年也是花费较多的资金和时间来将 office 产品的安全性提升上来,显然,随着未来政府,金融,能源,电信等关键领域 IT 软硬件国产化的进行,其自身安全性预计相对国际巨头的成熟性较低,更易成为目标,将为国内安全厂商提供广阔的市场空间。

近年来新科技、新应用发展迅速,这也为企业信息安全带来很多未知的风险,目前虚拟化、云应用日趋成熟 安全风险渐露端倪,以云服务为例,在斯诺登披露的“棱镜”项目中,美国有九家互联网巨头向政府情报机构开放了服务器,以便监视个人、企业及他国的互联网行为。“这里就涉及到虚拟化及云技术应用带来的巨大安全风险”,瑞星安全专家表示,选择虚拟化和云服务,企业就需要将用户信息、办公系统、乃至商业机密上传到云端数据库,以便在需要时随时随地调用。然而一旦云端服务器遭到黑客入侵,或服务器供应商、云端系统供应商在系统中留有后门,企业信息安全将成为一纸空谈。另外,目前 BYOD 安全管理严重缺失,盲目应用也会导致企业陷入不安全境地。新技术的发展,新型攻击手法的出现,也使企业安全威胁大幅度增加,以近年来的零日攻击和 APT 攻击为例,前面提到的黑客利用金山 WPS 漏洞攻击政府部门的手段就是一种 APT 攻击行为。据悉,黑客利用金山 WPS 办公软件一个漏洞对中国政府部门发送钓鱼邮件,再通过文档释放后门程序、意图窃取机密信息。普华永道的报告显示,金融服务业正在成为 APT 的攻击的重灾区,过去一年全球信息安全事件的增长高达 170%。国际安全厂商赛门铁克的一份报告也发现,中小企业也在成为 APT 攻击的目标。2012 年,中国发生的 APT 攻击的数量较上年激增 42%,其中 31% 是以制造业和中小型企业为目标。而传统的基于特征库的被动防御体系已经无法满足当今快速发展的网络安全形势,让那些零日攻击成功穿透 IPS/IDS、防火墙等安全设备层层防御,并屡屡得手。

### 2.3 公司产品线完备,受益行业发展,公司未来增长看好

公司是以 IDS 和 IPS 起家,但经过多年的产品研发后,目前拥有较为完善的专业安全产品线,横跨防火墙/UTM、入侵检测管理、网络审计、终端管理、加密认证等技术领域,共有百余个产品型号,并根据客户需求不断增加。

表 2、公司主要产品线及类别

安全产品	威胁检测类	天阆入侵检测与管理系统
		天阆威胁检测与智能分析系统
		天阆恶意代码检测引擎
		天清入侵防御系统
		天清 WLAN 入侵检测和防御系统
		天清 Web 应用安全网关

	天镜脆弱性扫描与管理系统
安全工具类	安星远程安全检测服务
	天镜 Web 应用扫描系统
	天镜 WLAN 无线安全扫描系统
安全网关类	开清汉马 USG 一体化安全网关
	天清汉马 USG 防火墙
	天清安全隔离与信息交换系统
	天清异常流量管理与抗拒绝服务系统
	天清 ADC 系列应用交付控制器
应用监管类	天玥网络安全审计系统
	天玥数据库安全审计系统
	天玥数据库防火墙
	天榕数据防泄密系统
	天榕电子文档安全系统
安全服务	天珣内网安全风险管理与审计系统
	安全管理咨询服务
	安全管理监控服务
	安全风险评估服务
	客户化安全服务
	应用系统安全评估服务
安全管理及系统集成	监测、管控及其它

公司收购网御星云后,目前成为国内信息安全领域的领导者,市场竞争能力方面,根据赛迪顾问《2012-2013 年中国信息安全产品市场研究年度报告》,2012 年中国信息安全产品市场厂商竞争力象限分析图,从发展能力和市场地位两个维度对国内主流安全厂商的竞争力进行了比较分析。启明星辰作为国内领先的、拥有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,位居中国信息安全产品市场的领导者厂商阵营,并且在发展能力和市场地位两个维度上的指标均位居第一。在细分市场领域,以 17% 的市场占有率蝉联国内安全管理平台市场第一名。

行业地位方面,今年 6 月中国电子报发布了 2013 年(第十二届)中国软件业务收入前百家企业。公司进入了名单,排名第 94 位,是唯一一家入选的信息安全企业。显示了公司近年来不断投入,增强了公司的竞争能力和行业地位。

下游客户对信息安全产品的采购注重产品的品牌和服务。而且信息安全行业是技术驱动性行业,专家技术团队和攻防实验室的建设是保证品牌和能力的重要基础。公司目前拥有研发人员近千名,是目前国内规模最大的网络安全研究基地,公司还于 2002 年成立了 VF 专家团(前线技术专家团),由 30 余名在国内外享有盛誉的有深厚行业背景的资深安全专家组成,是国内一流的信息安全架构体系设计及专业安全咨询服务的专家团队。其中部分专家作为国家级突出贡献专家,享受国务院政府特殊津贴,专家团为各行业重要客户提供完整的信息化安全解决

方案。

公司的积极防御实验室(ADLabTM)成立于 1999 年,由专职安全研究技术人员近 70 人组成,是国内安全业内最早成立的攻防技术研究实验室之一。截止目前,ADLab 已经布了 CVE 漏洞近百个,持续保持了发布漏洞数量亚洲领先的地位。

我们认为无论从目前公司的技术实力还是市场地位来看,随着信息安全行业的发展,公司将会进一步的扩大市场份额,继续成为国内信息安全行业的领导者。

### 3 研发投入和并购是信息安全企业做大做强的必由之路

与美国相比,我国的信息安全厂商普遍较小,行业整体还呈现小而散的特点,公司做为信息安全行业的龙头,以公司 12 年的营收占比看也仅占信息安全产品市场的 4.6%。我们认为信息安全行业是一个高技术,大资金壁垒的行业,随着目前安全事件频发,企业逐步加大对信息安全的投入,将更加重视信息安全的产品提供商的品牌和服务,未来市场份额将向技术实力强,服务及时,能够提供完整解决方案的公司转移,因此,能否通过研发提高技术实力,通过并购等外延方式做大规模和提供完整方案,将成为信息安全企业做大做强的必由之路。

#### 3.1 赛门铁克(SYMC)的成长史就是一部并购史

赛门铁克是全球领先的解决方案供应商,帮助个人和企业确保信息的安全性、可用性和完整性,目前是全球第四大独立软件公司,同时也是全球最大的信息安全厂商和服务商。公司总部位于美国,年收入超 60 亿美元,世界 500 强中有 475 家在使用 Symantec 的解决方案,为财富 1000 强中 99%的企业提供服务。自 1990 年代以来,赛门铁克把重点从开发自己的软件转移到了收并其它公司,在过去 30 年中它相继收购了大约 75 家公司,从一个反病毒工具销售商变为一个企业和个人信息安全解决方案商。

由于信息技术发展训练,仅依赖自我研发难以跟上技术的发展,在过去的 30 年,赛门铁克主要做两件事,收购和整合。哪个产品符合 IT 业发展趋势,并在业内占有较高的市场份额,选择收购,收购后进行完美的产品整合,使其融入赛门铁克的产品体系,通过收购,赛门铁克一方面将拓展了产品线的范围,获得了新的技术,提高解决方案的竞争能力;另一方面扩大了市场份额,以收购的 1990 年 9 月收并的 Peter Norton Computing 为例,这次收购应该是最为成功的一次, Norton 是当时基于 dos 系统的电脑综合软件提供商的领导者。其产品 Norton Utilities 为用户提供一系列的实用功能,如备份和解压缩文件,病毒检测恢复丢失数据。此次并购使 Symantec 在 4.1 亿美元的综合软件市场中占有 34%的市场份额。收购同时帮助 Symantec 从 Macintosh 平台成功转向了个人电脑综合软件市场,合并帮助 Symantec 扩大了市场份额,开拓了新的市场,并将原来失去的市场份额重新抢了回来。而这次合并也被称为软件产业最成功的一次收购而屡次被

引用。

表 3、赛门铁克 1998-2013 年部分收购情况

时间	对象	备注
1998.6	Binary Research	产品中添加 Ghost 技术, 提高客户的工作效率以及保证客户计算机的安全可靠
1998.1	Quarterdeck Corporation	提供软件实用程序、远程工作解决方案以及 Java 开发工具
1999.7	URLabs	提供内容安全解决方案帮助客户确保与互联网进行交互时的数据和网络安全
2000.3	L-3 Network Security	漏洞评估和安全咨询
2000.7	AXENT Technologies	业界领先的病毒防护、内容过滤、基于主机和网络的入侵检测、漏洞评估和防火墙功能
2002.7	Mountain Wave, Inc.	获得 CyberWolf 技术, 赛门铁克企业安全解决方案现已可为各种规模的企业提供管理其信息安全所需的技术、全球响应与服务
2002.8	SecurityFocus	将 DeepSight 威胁管理系统和警报服务集成到赛门铁克安全响应中心内, 针对最广泛的威胁为客户提供最全面的主动预警系统。
2002.8	Recourse Technologies	获得新一代混合技术和业界领先的“蜜罐” (honeypot) 解决方案来实现真正千兆速度的网络入侵检测。
2003.7	Nexland	在小型安全硬件设备市场中赢得了以下突出优势: 知识产权 (包括专利) 所有权、对开发和支持活动的更全面的控制以及更低的制造成本
2003.12	PowerQuest Corporation	为各种规模的企业提供集成解决方案
2004.6	Brightmail	业界领先的反垃圾邮件解决方案
2004.7	TunTide	拥有了业界第一台反垃圾邮件路由器
2004.1	LIRIC Associates	一家咨询公司, 帮助评估高度复杂的全球网络的安全需求, 并设计架构和策略以保护这些网络
2004.12	Platform Logic	获得 AppFire 技术, 可阻截“零日攻击”
2005.7	VERITAS	存储软件和安全软件领域的全球领导者
2005.10	WholeSecurity, Inc.	基于行为的安全和反网络钓鱼技术的领先提供商
2005.10	Sygate Technologies	大型企业网络准入控制解决方案的市场领导者
2006.2	Relicore	数据中心更改及配置管理解决方案的领先提供商
2007.11	Vontu	使 Symantec 将可拓展端点及网络安全, 以及储存和法规遵循管理方案的产品系列
2008.6	PC Tools	增强 Windows 个人电脑安全和隐私的工具软件, 扩展新兴市场
2009.3	Mi5 Networks	Mi5 主要面向企业销售网络安全防护软件
2009.10	SoftScan	解决垃圾邮件的问题
2010.1	Gideon	拥有的技术很适用于帮助政府机构达到必要的电脑安全要求
2012.3	LiveOffice	基于云的电子邮件归档服务的公司, 并推出智能信息治理解决方案
2012.3	Odyssey Software	提供了 MDM 解决方案以及模块化平台, 借此可以通过各种内部和 SaaS 解决方案管理移动设备
2012.3	Nukona	企业移动产品线将得到加强

2013.7 PasswordBank

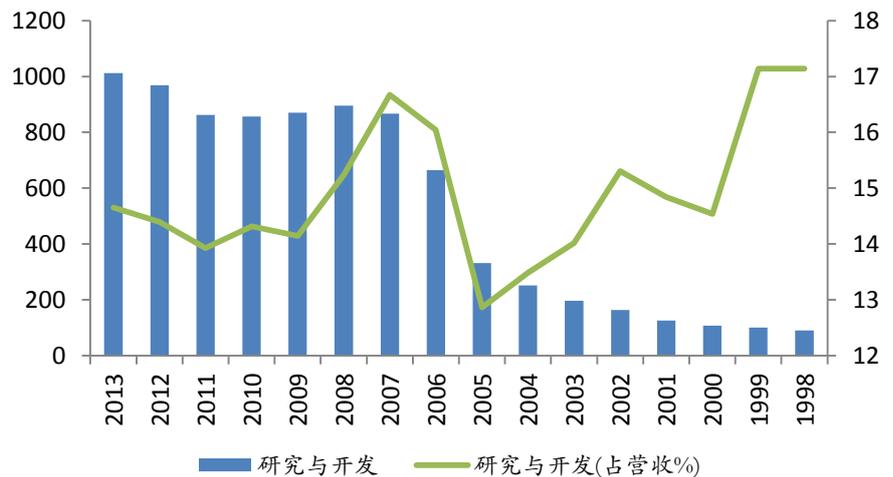
加强网页或云端应用登录的安全性能、并在未来进一步加大身份验证以及内容安全的功能

资料来源：公开资料、万联证券研究所

公司通过收购不断做大规模,营收规模从 90 年的 0.74 亿美元,增长到 2012 年的 67.3 亿美元,近十年的复合增长率在 20% 以上,消费级与企业级安全领域保持头名位置,2012 年全球份额为 19.6%。从公司近 2 年的收购情况看,动作有所放缓,我们认为主要是公司在全球的产品线布局已经基本完善,公司需要对收购公司的产品线进行有效整合。此外,收购方向上,公司现在已经开始向新技术,新应用方向转移,近期收购的公司也主要与云计算和移动设备有关,这也反应了技术发展的方向。

随着公司产品线的健全,公司开始加大研发的投入力度,从近年的研发投入保持较高的增速和占营收比重不断提升可以看出这一趋势。

图 5、1998-2013 年 SYMC 的研发占营收比重提高



资料来源：彭博、万联证券研究所

### 3.2 公司整合网御星云，打开并购之路

网御星云是军队、武警、军工企业防火墙和 UTM 产品的主要供应商,同时在部分政府机构、部分国有大型企业集团、部分科研院所和教育行业市场中拥有很高的市场知名度和品牌忠诚度,与公司在上述领域中的客户群可以进一步形成整合优势,进一步加强上市公司在政府、国企、教育、科研等领域的客户影响力和品牌知名度。网御星云在全国省、市、县拥有众多优秀的客户群体,特别是在上市公司市场力量薄弱、品牌知名度不高的部分区域,具有显著的市场竞争优势,通过本次收购,双方可以利用各自已有的业务优势和销售渠道网络,相互促进业务发展,增加上市公司的市场覆盖广度和深度。

从产品上来看,网御的优势主要是网关类产品,是目前唯一一家在所有安全

网关类细分市场 (FW/UTM/IPS/VPN) 中都名列前茅的中国信息安全领军企业, 根据 IDC 发布的 2012 年 IT 安全市场分析报告指出在 UTM (统一威胁管理) 硬件市场排名中, 网御星云以 19.5% 的市场份额名列第一, 这是网御星云自 2009 年领跑中国 UTM 市场后再次登顶。作为国内领先的信息安全厂商, 网御星云一直以高于行业平均增长的速度领跑整个信息安全产业。目前网御与公司联合研究, 以“下一代网络安全架构”为理念, 针对云计算, 大数据, BYOD 等新的方向研究。

网御星云还积极的与中科院软件所研发合作, 合作研发的技术-高可用综合安全网关技术研究与应用, 已被中科院软件所推荐申报 2014 年度国家科学技术进步奖。项目成功推出了 PowerV/KingGuard、洪御/昊天等综合安全网关产品, 并在政府、电信等领域广泛应用。2010 年 1 月~2012 年 10 月, 网关产品销售超过 18000 台, 新增产值 3.91 亿元, 新增利润超过 6972 万元。据 IDC 统计, 2009 年项目完成的安全网关产品在中国统一威胁防御市场中占据第一的位置。2010 年 11 月, 发改委授予项目“国家高技术产业化示范工程”称号。2012 年 3 月, 项目获北京市科学技术奖一等奖。

通过分析 SYMC 的成长史, 我们知道在企业发展的前期, 通过并购来扩大市场份额和完善产品是一条行之有效的道路, 公司通过收购网御星云, 不仅提高了网关产品的技术实力, 也扩大了原有的市场区域, 我们认为我国信息安全行业还处于相对初级的发展阶段, 需要通过并购等来扩大规模和提高技术能力来打造品牌和服务, 因此, 我们预计公司未来还将会有资本运作。

公司此前已经投资了不少信息安全类企业, 在获得投资收益的同时, 从这些公司的质地来看, 也不乏像恒安嘉新和瀚海源这样的质地优良跟随最新应用和技术的企业, 我们认为公司未来很可能通过整合相关的企业来完善产品线和企业信息安全解决方案, 从而扩大规模和提高市场份额。

表 4、公司对外投资的情况

公司	技术领域	股份比例
北京国信天辰信息安全科技有限公司	国家信息中心所属的中国国信信息总公司和北京启明星辰合资, 致力于落实国家信息安全等级保护政策, 提供安全规划、风险评估、合规性咨询、安全运维、安全监控	50%
深圳市大成天下信息技术有限公司	专注信息防泄密领域,	30%
恒安嘉新(北京)科技有限公司	专注于解决通信网络、下一代互联网络、工业控制网络以及其它信息系统业务层面的安全问题	16.67%
北京天诚星源信息技术有限公司	专注于提供基于信息安全和云计算技术的行业资讯, 解决方案, 系统集成, 软件项目开发的综合性软件服务企业	47.05%
北京方物软件有限公司	专注于云计算时代的关键技术-虚拟化技术, 拥有桌面到数据中心虚拟化的全套解决方案	5%

南京瀚海源信息技术有限公司	国内首家专注于软硬件安全测试的专业厂商，也是国内首家提出高级可持续威胁攻击 (APT) 检测方案的安全厂商	10%
北京中海纪元数字技术发展有限公司	专注于智慧政务, 产业人才培养及企业信息化领域的 IT 一体化服务	3.52%
时代亿宝(北京)科技有限公司	一家集研发、制造、服务于一体的电子认证及信息安全服务提供商，在网络信息安全、双因素身份认证运营领域拥有国内领先的技术水平和服务支撑力量	4%
上海安言信息技术有限公司	国内信息安全及 IT 风险管理	10%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

从公司投资的情况看,不仅有涉及到信息安全的传统领域,也有新的攻防技术研究的公司,像瀚海源,在移动设备和云计算领域的公司也有所涉及。这些都符合目前安全领域的发展方向。

我们以瀚海源为例,公司被业内誉为中国的 FEYE(火眼公司),是国内著名安全组织 XFOCUS 核心成员,国内首家专注于软硬件安全测试的专业厂商,也是国内首家提出高级可持续威胁攻击(APT)检测方案的安全厂商。公司的创始人方兴先生,曾担任启明星辰 ADLab 的副经理,也是互联网安全和 APT 防护领域的资深专家。早在 2010 年 9 月瀚海源就将产品的方向锁定为 APT 了,与国内的其它安全企业相比,核心人员是在攻防对抗领域受到国际安全业界认可的专家,而且 APT 攻防对抗是需要一定技术门槛。公司的星云系列产品,主要是针对高端网络威胁的如零天攻击和 APT 威胁。产品具有广阔的前景,发布后先后捕捉到利用 wps 2012/2013 0day 针对中国政府部门的钓鱼邮件定向攻击事件和针对某银行等从事金融方面或者相关的企业的攻击。

#### 4 公司财务分析-研发投入大和人力成本高

表 5、公司研发支出/营收与信息安全巨头对比

研发支出/营收(%)	2009	2010	2011	2012
SYMC(赛门铁克)	14.15	14.32	13.93	14.4
FEYE(火眼公司)	238.27	44.97	21.61	19.83
CHKP	9.71	9.63	8.83	8.33
FTNT(飞塔公司)	16.74	15.34	14.66	15.19
启明星辰	19.08	20.99	21.96	19.16

数据来源：彭博、公司公告、万联证券研究所

通过与赛门铁克等信息安全公司 2009-2012 年的研发支出占营收情况的比较,我们可以看到公司的研发投入与火眼公司近两年相当,远高于其它几家公司,考虑到目前国内信息安全行业还处于比较初级的阶段,兼顾技术发展的同时先要做大规模,占有更大市场份额,因此,并购等方面将会是公司发展的重要方向,预计未来几年研发占比会由于规模的变大将会有所下降。

与国内的上市的安全企业相比,公司在销售费用率和管理费用率上都是最高的,我们认为除了在研发投入占比较大的原因外,主要由于两方面原因:一是公司所在的北京使人力成本较高,另一方面公司计入管理费用的无形资产摊销和研究支出较高,我们以研发投入去化率来衡量,近几年都在 95% 以上。

表 6、2008-2012 年公司人力成本情况

年份	2012	2011	2010	20091	2008
<b>启明星辰</b>					
期初应付(万元)	1,173.99	918.51	836.87	816.37	125.55
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	23951.64	14569.91	10965.80	9536.71	7828.06
期末应付(万元)	4,550.50	1,173.99	918.51	836.87	816.37
本期实际工资总数(万元)	27328.15	14825.39	11047.45	9557.20	8518.89
员工总数	2167.00	1141.00	947.00	799.00	0.00
平均工资(万元)	12.61	12.99	11.67	11.96	#DIV/0!
营业总成本	68,221.82	39,169.29	34,546.15	28,202.30	24,858.71
人力占比	0.40	0.38	0.32	0.34	0.34
<b>蓝盾股份</b>					
期初应付(万元)	0.0000	1.9845	5.7548	37.5737	0.0000
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	3448.04	2540.14	1591.76	938.93	570.44
期末应付(万元)	329.5900	0.0000	1.9845	5.7548	37.5737
本期实际工资总数(万元)	3777.63	2538.15	1587.99	907.11	608.01
员工总数	633	392	370	229	145
平均工资(万元)	5.97	6.47	4.29	3.96	4.19
营业总成本	29,426.87	23,190.51	17,192.80	11,606.56	6,674.81
人力占比	0.13	0.11	0.09	0.08	0.09
<b>任子行</b>					
期初应付(万元)	494.3086	3440.15	2645.69	1863.18	1708.57
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	4882.57	3934.35	3127.62	2333.23	2159.01
期末应付(万元)	744.0432	426	402	353	271
本期实际工资总数(万元)	5132.31	3866.04	3047.60	2216.10	1979.48
员工总数	446	426	402	353	271
平均工资(万元)	11.51	9.08	7.58	6.28	7.30
营业总成本	16,874.33	13,973.05	10,900.39	7,361.80	6,667.46
人力占比	0.30	0.28	0.28	0.30	0.30
<b>北信源</b>					
期初应付(万元)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	4672.56	3811.51	2391.68	1228.39	0.00
期末应付(万元)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
本期实际工资总数(万元)	4672.56	3811.51	2391.68	1228.39	0.00
员工总数	630	510	437	326	0
平均工资(万元)	7.42	7.47	5.47	3.77	

营业总成本	13,195.27	8,995.19	6,540.46	5,248.82	0.00
人力占比	0.35	0.42	0.37	0.23	
<b>卫士通</b>					
期初应付(万元)	316.76	277.54	245.48	216.12	387.35
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	10206.37	10678.97	7511.85	7309.74	5474.21
期末应付(万元)	346.62	316.76	277.54	245.48	216.12
本期实际工资总数(万元)	10236.23	10718.20	7543.91	7339.09	5303.00
员工总数	701	828	729	688	672
平均工资(万元)	14.60	12.94	10.35	10.67	7.89
营业总成本	33,611.92	42,222.25	31,869.99	24,177.32	18,174.53
人力占比	0.30	0.25	0.24	0.30	0.29

数据来源：公司公告、万联证券研究所

由上表我们可以看出,12年受合并网御星云的影响,公司人数同比增长90%,总体上拉低了平均工资,略低于卫士通,远高于其它几家,而人力成本占营业总成本的比重也达到了40%,远高于其它可比公司,考虑信息安全行业是技术驱动型行业,公司专注于信息安全的研发,对人才的争夺更加激烈,预计未来人力成本的占比仍将有所上升。

表 7、2010-2013H1 年公司研发投入去化率情况

	2013H1	2012	2011	2010
研发投入去化率	98.5%	95.4%	96.6%	99.29%

研发投入去化率越高,说明研发当期计入费用的比例越高,尽管短期会拉低公司的报表利润,但随着信息安全行业的快速增长,公司营业收入增长的同时,公司的业绩弹性也会更大。

## 5 盈利预测及估值

### 5.1 基本假设

- 1) 公司收购网御星云后,网关等产品的技术实力增长明显,此外行业和区域市场都有所加强,预计未来将保持较高的增速。
- 2) 信息安全行业是技术驱动性的行业,因此人的参与很重要,下游企业需要信息安服务才能发挥产品的效用,但目前国内对服务价值认同度不同,与安全产品相比,安全服务较难产生价值认同,预计保持相对较低的增速。

### 5.1 公司收入利润增长的主要逻辑

表 8、启明星辰销售收入结构预测

单位: 万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	42,638.37	72,781.15	102,116.00	131,478.41	169,488.20
增长率	16.21%	70.69%	40.31%	28.75%	28.91%

	营业成本	14,469.68	28,589.31	36,384.21	44,818.27	55,852.98
	毛利率	66.06%	60.72%	64.37%	65.91%	67.05%
<b>安全产品</b>	营业收入	29,114.50	49,431.87	74,856.28	99,523.33	131,875.88
	增长率	27.35%	69.78%	30.00%	30.00%	30.00%
	营业成本	7,703.28	11,776.36	17,575.59	23,308.20	31,190.80
	毛利率	73.54%	76.18%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>安全服务</b>	营业收入	8,002.58	10,503.40	13,129.25	16,411.56	20,514.45
	增长率	-3.61%	31.25%	25.00%	25.00%	25.00%
	营业成本	2,987.39	5,365.86	6,564.63	8,041.67	9,846.94
	毛利率	62.67%	48.91%	50.00%	51.00%	52.00%
<b>硬件及其他</b>	营业收入	3,726.62	10,895.56	11,985.12	13,183.63	14,501.99
	增长率	-11.74%	192.37%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	3,260.06	10,679.81	11,385.86	12,524.45	13,776.89
	毛利率	12.52%	1.98%	5.00%	5.00%	5.00%
	其他业务收入	1,794.67	1,950.32	2,145.35	2,359.89	2,595.88
	增长率	37.53%	8.67%	10.00%	10.00%	10.00%
	其他业务成本	518.95	767.28	858.14	943.95	1,038.35
	毛利率	71.08%	60.66%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：万联证券研究所

### 5.3 估值及建议

我们预测 2013-2015 年每股收益分别为 0.51 元、0.75 元和 1.03 元，对应市盈率 59 倍、38 倍和 27 倍，给予“增持”评级。

## 6 重点关注事项

### 6.1 风险提示（负面）

行业成长阶段低于预期；公司战略方向低于预期。

附录(单位:百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1068	1195	1408	1679	<b>营业收入</b>	728	1021	1315	1695
现金	609	602	707	700	营业成本	286	364	448	559
应收账款	353	491	549	811	营业税金及附加	10	14	18	23
其他应收款	16	22	25	36	营业费用	229	337	427	542
预付账款	14	17	21	27	管理费用	148	235	291	373
存货	76	61	104	103	财务费用	-7	-9	-10	-11
其他流动资产	1	1	2	2	资产减值损失	17	10	11	11
<b>非流动资产</b>	513	552	543	546	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	56	70	65	67	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	243	230	218	205	<b>营业利润</b>	47	73	132	200
无形资产	97	108	121	133	营业外收入	46	55	55	55
其他非流动资产	118	143	139	140	营业外支出	4	3	3	3
<b>资产总计</b>	1581	1747	1951	2224	<b>利润总额</b>	89	125	184	252
<b>流动负债</b>	342	423	492	583	所得税	15	19	28	38
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	74	106	156	214
应付账款	123	170	204	254	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	220	253	288	328	<b>归属母公司净利润</b>	74	106	157	215
<b>非流动负债</b>	11	11	11	11	EBITDA	86	105	164	231
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.51	0.75	1.03
其他非流动负债	11	11	11	11					
<b>负债合计</b>	354	434	503	593	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	-0	-1	-1	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	208	208	208	208	<b>成长能力</b>				
资本公积	654	654	654	654	营业收入	70.7%	40.3%	28.8%	28.9%
留存收益	366	452	587	770	营业利润	32.8%	53.4%	81.3%	51.9%
归属母公司股东权益	1228	1313	1449	1632	归属于母公司净利润	20.7%	44.4%	47.2%	37.0%
<b>负债和股东权益</b>	1581	1747	1951	2224	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	60.7%	64.4%	65.9%	67.0%
					净利率(%)	10.1%	10.4%	11.9%	12.7%
					ROE(%)	6.0%	8.1%	10.8%	13.1%
					ROIC(%)	6.0%	8.7%	15.8%	19.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	22.4%	24.8%	25.8%	26.7%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.12	2.82	2.86	2.88
					速动比率	2.85	2.65	2.61	2.67
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.52	0.61	0.71	0.81
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.83	2.48	2.39	2.44
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.51	0.75	1.03
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.36	0.71	0.27
					每股净资产(最新摊薄)	5.91	6.33	6.98	7.86
					<b>估值比率</b>				
					P/E	93.23	64.55	43.84	32.01
					P/B	5.59	5.23	4.74	4.21
					EV/EBITDA	72	59	38	27

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

---

### 证券分析师承诺

姓名：宋颖

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，以勤勉的执业态度，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。

### 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

## 免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

## 万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484