

## 启明星辰 (002439)

## 国内信息安全领航者，安全运营成为公司发展新动力

## 强烈推荐（维持）

现价：27.02 元

## 主要数据

|               |                      |
|---------------|----------------------|
| 行业            | 计算机                  |
| 公司网址          | www.venustech.com.cn |
| 大股东/持股        | 王佳/29.37%            |
| 实际控制人         | 王佳                   |
| 总股本(百万股)      | 897                  |
| 流通 A 股(百万股)   | 624                  |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                    |
| 总市值 (亿元)      | 242.29               |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 168.58               |
| 每股净资产(元)      | 3.55                 |
| 资产负债率(%)      | 25.9                 |

## 行情走势图



## 证券分析师

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

## 研究助理

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

陈苏 一般从业资格编号  
S1060117080005  
010-56800139  
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

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

## 投资要点

## 平安观点：

- **国内信息安全领航者，产业链布局完整：**公司是国内信息安全行业龙头企业。根据 CCID 数据，2017 年，公司在国内信息安全产品市场份额排名蝉联榜首，龙头地位稳固。公司自上市以来，投资并购与生态合作并举，构建了业内最完整的信息安全产业链。完善的产业链布局助力公司能够紧跟信息安全行业技术发展方向，在技术上保持业内领先，在市场竞争中处于优势地位，把握行业发展机遇。公司高度重视研发，近年来，公司研发投入的营收占比持续保持在 20%以上。
- **政策助力行业高景气度，行业龙头深度受益：**当前，信息安全已上升为我国国家战略。2016 年以来，我国网络安全监管环境整体趋严，强制性更高而且监管范围扩大，网络安全法、等保 2.0 等政策法规落地，我国信息安全行业迎来新一轮发展机遇。受益于政策推动，我国信息安全行业景气度持续高企。作为行业龙头，公司将在国内信息安全市场的快速发展中深度受益。等保 2.0 监管范围的扩大，一方面将有效扩展公司安全产品的销售范围，推动公司业绩的增长；另一方面，将为公司带来在云计算安全和工业互联网安全等新兴信息安全市场的发展机遇，依靠提前布局的先发优势，公司在这两个新兴安全市场将大有可为。
- **智慧城市安全运营中心业务成为公司未来发展新动力：**公司智慧城市安全运营业务已经在成都、三门峡、宜昌等城市开展起来，另有昆明、杭州、天津、南昌、无锡等城市将陆续启动，2018 年全年签单有望达到 1.5 亿元以上，发展势头亮眼。2018 年 12 月，公司公开发行可转债的申请获得证监会核准批复，将加速公司智慧城市安全运营中心业务的拓展。公司在智慧城市安全运营服务市场先发优势明显。根据我们的估算，智慧城市安全运营中心业务未来有望每年为公司贡献 8.86 亿元至 14.77 亿元的收入，相当于公司 2018 年营业收入的 35.2%至 58.6%，将显著提高公司业绩。智慧城市安全运营中心业务未来将成为公司业绩的有力增长点。

|           | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1927  | 2279  | 2520  | 3298  | 4147  |
| YoY(%)    | 25.6  | 18.2  | 10.6  | 30.9  | 25.7  |
| 净利润(百万元)  | 265   | 452   | 569   | 712   | 929   |
| YoY(%)    | 8.6   | 70.4  | 25.9  | 25.1  | 30.6  |
| 毛利率(%)    | 66.8  | 65.2  | 64.4  | 63.9  | 64.2  |
| 净利率(%)    | 13.8  | 19.8  | 22.6  | 21.6  | 22.4  |
| ROE(%)    | 11.6  | 13.9  | 15.1  | 16.0  | 17.4  |
| EPS(摊薄/元) | 0.30  | 0.50  | 0.63  | 0.79  | 1.04  |
| P/E(倍)    | 91.4  | 53.6  | 42.6  | 34.0  | 26.1  |
| P/B(倍)    | 10.9  | 7.7   | 6.6   | 5.6   | 4.6   |

- **盈利预测与投资建议：**我们维持此前盈利预测，预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.63 元、0.79 元、1.04 元，对应 4 月 15 日收盘价的 PE 分别约为 42.6、34.0、26.1 倍。公司是我国信息安全行业领航者，产业链布局完整，将在国内信息安全市场的快速发展中深度受益。等保 2.0 监管范围的扩大，为公司带来在云计算安全和工业互联网安全等新兴信息安全市场的发展机遇，公司在这两个新兴安全市场将大有可为。公司智慧城市安全运营中心业务发展势头亮眼，未来将成为公司业绩的有力增长点。我们看好公司的未来发展，维持对公司的“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**（1）商誉减值的风险；（2）公司智慧城市安全运营业务推进进度不达预期；（3）公司工控安全业务发展不达预期。

# 正文目录

|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| <b>一、国内信息安全领航者，产业链布局完整</b>              | <b>6</b>  |
| 1.1 国内信息安全行业龙头企业，多项产品市场份额领先             | 6         |
| 1.2 投资并购与生态合作并举，打造信息安全云管端一体化产业链布局       | 9         |
| 1.3 重视研发投入，行业领先技术构成公司核心竞争力              | 11        |
| 1.4 公司财务分析                              | 13        |
| <b>二、政策助力行业高景气度，行业龙头深度受益</b>            | <b>14</b> |
| 2.1 全球网络安全需求不断扩大，国内网安市场潜力巨大             | 14        |
| 2.2 等保 1.0 政策显著推进信息安全国产化进程，战略意义重大       | 16        |
| 2.3 网络安全法、等保 2.0 等政策法规落地，作为行业龙头，公司将深度受益 | 17        |
| <b>三、智慧城市安全运营中心业务成为公司未来发展新动力</b>        | <b>20</b> |
| 3.1 我国智慧城市进入实质性建设阶段，IT 投资规模持续扩大         | 20        |
| 3.2 智慧城市安全运营中心相继落地，成为公司业绩增长新动力          | 21        |
| <b>四、盈利预测与投资建议</b>                      | <b>23</b> |
| 4.1 盈利预测                                | 23        |
| 4.2 估值分析                                | 23        |
| 4.3 投资建议                                | 23        |
| <b>五、风险提示</b>                           | <b>24</b> |

## 图表目录

|       |                                              |    |
|-------|----------------------------------------------|----|
| 图表 1  | 公司 2017 年在我国信息安全产品市场份额排名第一 .....             | 6  |
| 图表 2  | 公司的信息安全产品体系 .....                            | 6  |
| 图表 3  | 2017 年国内 IDS/IPS 市场份额 .....                  | 8  |
| 图表 4  | 2017 年国内 UTM 市场份额 .....                      | 8  |
| 图表 5  | 2017 年国内安全管理平台市场份额 .....                     | 9  |
| 图表 6  | 2017 年度 WAF 魔力象限 .....                       | 9  |
| 图表 7  | 公司外延并购轨迹 .....                               | 10 |
| 图表 8  | 2012-2014 年网御星云承诺业绩完成情况 .....                | 10 |
| 图表 9  | 2016-2018 年书生电子承诺业绩完成情况 .....                | 10 |
| 图表 10 | 2015-2017 年合众数据承诺业绩完成情况 .....                | 11 |
| 图表 11 | 2016-2018 年赛博兴安承诺业绩完成情况 .....                | 11 |
| 图表 12 | 公司近年来研发投入营收占比保持在 20%以上 .....                 | 12 |
| 图表 13 | 公司近年来研发人员数量持续增加 .....                        | 12 |
| 图表 14 | 信息安全企业研发支出占营业收入比重 .....                      | 12 |
| 图表 15 | 公司的研发项目 .....                                | 13 |
| 图表 16 | 2016-2018 年公司营业收入及增速 .....                   | 13 |
| 图表 17 | 2016-2018 年公司归母净利润及增速 .....                  | 13 |
| 图表 18 | 2016 年公司营业收入结构 .....                         | 14 |
| 图表 19 | 2017 年公司营业收入结构 .....                         | 14 |
| 图表 20 | 公司毛利率、期间费用率、归母净利润率分析 .....                   | 14 |
| 图表 21 | 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分析 .....                  | 14 |
| 图表 22 | 2017-2019 年全球网络信息安全支出规模及同比增速 .....           | 15 |
| 图表 23 | 2017-2019 年全球网络信息安全细分领域支出金额（亿美元） .....       | 15 |
| 图表 24 | 各国在 2017 年全年捕获到的各类僵尸主机数量中的占比 .....           | 16 |
| 图表 25 | 我国消费者 2017 年因网络攻击遭受的经济损失超过 660 亿美元 .....     | 16 |
| 图表 26 | 信息安全等级保护管理办法的分级依据 .....                      | 16 |
| 图表 27 | 等保 1.0 政策显著推动我国信息安全国产化 .....                 | 17 |
| 图表 28 | 近年来我国信息安全支持政策 .....                          | 18 |
| 图表 29 | 2016-2021 年我国网络信息安全市场规模 CAGR 为 22.5% .....   | 18 |
| 图表 30 | 启明星辰云安全方案架构 .....                            | 19 |
| 图表 31 | 启明星辰云安全方案建设 .....                            | 19 |
| 图表 32 | 公司工业互联网业务发展历程 .....                          | 20 |
| 图表 33 | 2016-2021 年我国云计算安全市场规模 CAGR 为 44.8% .....    | 20 |
| 图表 34 | 2016-2021 年我国工业互联网安全市场规模 CAGR 为 32.2% .....  | 20 |
| 图表 35 | 我国智慧城市建设处于市场启动期 .....                        | 21 |
| 图表 36 | 2017-2021 年我国智慧城市 IT 投资规模 CAGR 为 34.7% ..... | 21 |

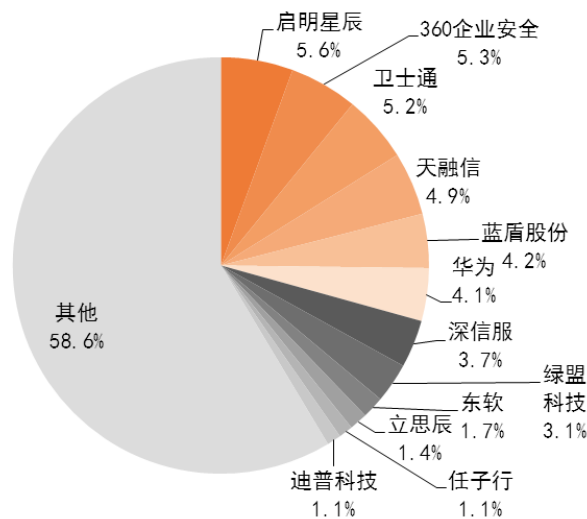
|       |                           |    |
|-------|---------------------------|----|
| 图表 37 | 公司发行可转债拟投资的项目（单位：万元）..... | 22 |
| 图表 38 | 智慧城市安全运营服务市场规模估算 .....    | 22 |
| 图表 39 | 启明星辰同行业可比公司估值比较 .....     | 23 |

## 一、国内信息安全领航者，产业链布局完整

### 1.1 国内信息安全行业龙头企业，多项产品市场份额领先

公司成立于 1996 年，是国内最具实力、拥有完全自主知识产权网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商之一。历经二十多年的发展，公司已成长为国内信息安全行业龙头企业，并早在 2010 年即成功上市登陆 A 股，是国内信息安全领域最早上市的企业之一。根据 CCID 数据，2017 年，公司在国内信息安全产品市场份额为 5.6%，市场份额排名蝉联榜首，公司在国内信息安全行业龙头地位稳固。

图表1 公司 2017 年在我国信息安全产品市场份额排名第一



资料来源：CCID、平安证券研究所

多年来，公司一直在为企业级用户提供网络安全软硬件产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案。公司客户覆盖政府、军队、电信、金融、制造业、能源、交通、传媒、教育等多个行业领域。公司信息安全产品横跨防火墙/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。

图表2 公司的信息安全产品体系

| 产品大类   | 代表产品                   | 产品介绍                                                                                                    |
|--------|------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 网络安全防护 | 天清汉马 USG 一体化安全网关 (UTM) | 产品采用了业界最先进的多核多线程并行运算架构、业务流解析引擎和一体化的软件设计，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、抗拒服务攻击、内容过滤等多种安全技术于一身 |
|        | 天清汉马 T 系列防火墙 (NGFW)    | T 系列防火墙重新实现了安全控制、流量分类、攻击防护和 Qos 等所有传统防火墙功能，并基于这些功能进行了高级抽象，提供访问控制、应用行为控制、流量控制和会话控制等智能控制手段                |
|        | 天清汉马 VPN 安全网关系统        | 是解决用户远程安全接入、移动终端接入、云端接入所面临的身份认证、权限管理、链路加密、单点登录、访问控制等一揽子问题的综合 VPN 安全网关                                   |

| 产品大类   | 代表产品                   | 产品介绍                                                                                                                  |
|--------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|        | 天清异常流量管理与抗拒绝服务系统（ADM）  | 产品包括异常流量检测系统和异常流量清洗系统，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                                                         |
|        | 天镜脆弱性扫描与管理系统           | 是启明星辰自主研发的基于网络的脆弱性分析、评估与管理系，提供对主机、操作系统以及网络设备的脆弱性检查、评估与管理                                                              |
| 网络安全检测 | 天阗入侵检测与管理系统（IDS）       | 是启明星辰自主原创并拥有完全自主知识产权的威胁检测、分析与管理产品，该产品对于病毒、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             |
|        | 天清入侵防御系统（IPS）          | 是启明星辰自主研发的网络型入侵防御类网络安全产品，围绕深层防御、精确阻断的核心理念，通过对网络流量的深层次分析，可及时准确发现各类入侵攻击行为，并执行实时精确阻断，主动而高效的保护用户网络安全                      |
|        | 天玥网络安全审计系统             | 是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的合规性管理系统                                                                     |
| 应用安全   | 天清 Web 应用安全网关（WAF）     | 是启明星辰公司自行研制开发的新一代 Web 安全防护与应用交付类应用安全产品，用于防御以 Web 应用程序漏洞为目标的攻击                                                         |
|        | 天玥 web 应用审计系统          | 针对应用系统的访问行为进行细粒度审计与监控，通过分析应用访问流量，记录和分析业务人员的业务操作行为及业务系统返回信息，深层分析业务操作行为的安全性                                             |
| 数据安全   | 天清汉马 USG 数据防泄露系统（DLP）  | 是启明星辰自主研发的一款敏感数据防泄露产品，它从敏感信息内容、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，通过清晰直观的视图，让管理者及时了解企业内部敏感信息使用情况                          |
|        | 天玥数据库审计系统              | 中国区数据库审计与防护第一品牌，产品全面监控各类对数据库的访问行为，发现违规操作风险，精确定位责任人，保障核心数据安全。目前可审计的数据库类型包括 Oracle、SQL Server、人大金仓、达梦、MongoDB 等 14 类数据库 |
| 安全管理平台 | 泰合信息安全运营中心系统（SOC）      | 是一个以 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                                                 |
|        | 4A 统一安全管控平台            | 实现 IT 资源集中管理，为企业提供集中的账号（Account）、认证（Authentication）、授权（Authorization）、审计（Audit）管理技术支撑及配套流程，提升系统安全性和可管理能力              |
| 云安全    | 云海安全专有云系统（Vetrix）      | 是启明星辰针对私有云或虚拟化资源池用户推出的新一代安全资源池平台型产品，可充分满足用户对虚拟化环境的深度防护和弹性扩展等需求。Vetrix 具有三大部件：虚拟化安全资源池，智慧流平台（SDS）和云导流系统（VTAP）          |
|        | 泰合云安全管理系统（泰合 CloudSOC） | 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                                  |
| 工控安全   | 天清汉马工业防火墙 IFW-3000 系列  | 为工控网络安全专门设计的防火墙产品，具备军工级硬件品质，采用宽温、防尘、抗电磁、抗震设计；提供导轨式、机架式两种形态；支持 BYPASS、热备机制、接口联动、端口冗余多种技术，全方位保证设备可靠运行                   |
|        | 天阗工控异常检测系统             | 是启明星辰集团推出的针对工业控制系统的专用网络安全检测系统，不仅可检测工控网络中发生的入侵攻击，还可实时                                                                  |

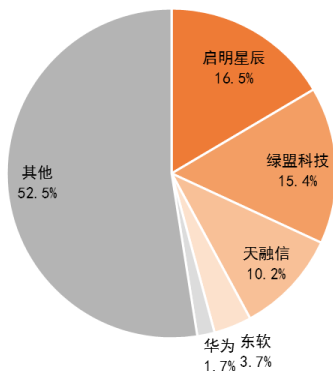


| 产品大类    | 代表产品            | 产品介绍                                                                                                    |
|---------|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|         |                 | 监测工控网络中的敏感操控，针对工控网络敏感指令数据进行记录和异常检测，实现故障与异常的预警                                                           |
| 移动及终端安全 | 天珣内网安全风险管理与审计系统 | 是启明星辰自主研发的业界领先的内网安全管理产品，提供了完整的传统桌面管理，终端数据防泄露，终端防病毒一体化解决方案，满足客户的行业合规需求，全面解决终端安全问题                        |
|         | 移动应用安全检测分析系统    | 包括安全检测，app 漏洞扫描，风险评估和解决方案，使用静态扫描和动态扫描相结合的方式，模拟交互检测，自动化渗透检测，服务器指纹探测等多种检测方式，最大限度覆盖应用的各个层面，检测出潜在的安全漏洞和安全风险 |

资料来源：启明星辰公司官网、平安证券研究所

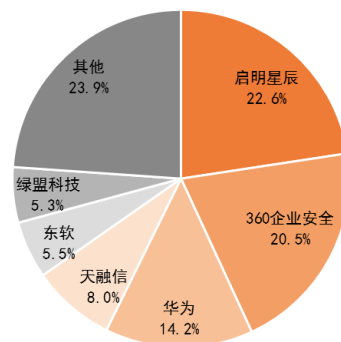
公司主要产品的市场竞争力强劲。根据 CCID 数据，公司凭借自身在安全攻防方面强大的研发实力、政府及军工行业的优势以及多年的客户积累，2017 年在国内入侵检测与防御（IDS/IPS）、统一威胁管理（UTM）和安全管理平台（SOC）市场均取得市场占有率第一的成绩，市场份额分别为 16.5%、22.6%和 22.8%，SOC 产品市场份额连续十一年稳居第一。公司在运维安全审计与防护、数据库审计与防护、网闸、漏洞扫描等市场也处于国内领先地位。根据 Gartner 发布的 2017 年度 Web Application Firewalls 魔力象限报告，公司 WAF 产品凭借出色的市场及技术表现成功入围。

图表3 2017 年国内 IDS/IPS 市场份额



资料来源：CCID、平安证券研究所

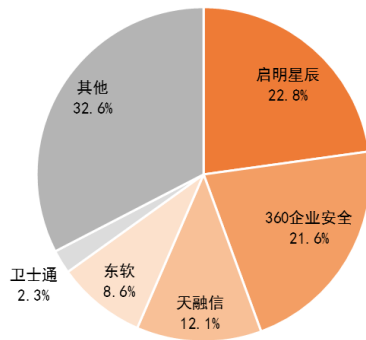
图表4 2017 年国内 UTM 市场份额



资料来源：CCID、平安证券研究所



图表5 2017 年国内安全管理平台市场份额



资料来源: CCID、平安证券研究所

图表6 2017 年度 WAF 魔力象限



资料来源: Gartner、平安证券研究所

## 1.2 投资并购与生态合作并举，打造信息安全云管端一体化产业链布局

公司自上市以来，通过积极的投资并购策略，构建了业内最完整的信息安全产业链。公司信息安全产品包括网络安全防护、网络安全检测、应用安全、数据安全、安全管理、云安全、工控安全、移动及终端安全等，几乎覆盖了网络安全行业所有细分产品。完善的产业链布局助力公司能够紧跟信息安全行业技术发展方向，在技术上保持业内领先，在市场竞争中处于优势地位，把握行业发展机遇。公司近年来的并购轨迹如下：

- 2011 年 9 月，公司公告增资恒安嘉新，增资完成后，公司取得恒安嘉新 16.67% 股权。参股恒安嘉新，进一步提升了公司在网络信息安全、移动互联网领域的综合实力；
- 2012 年 7 月，公司收购网御星云 100% 股权，全面加强公司在以防火墙为主的国内网关市场的竞争能力，增加公司的市场覆盖广度和深度，进一步提高市场占有率；
- 2014 年到 2016 年，公司分阶段收购书生电子 100% 股权，拓展数字签名、电子印章、文档安全等业务；
- 2014 年至 2016 年，公司分阶段收购合众数据 100% 股权，布局大数据分析处理和大数据安全领域；
- 2015 年 12 月，公司收购安方高科 100% 股权，涉足电磁信息安全领域。收购完成后，安方高科实际盈利数与业绩承诺差异较大，经股东大会审议通过，公司 2018 年将所持有的安方高科的 100% 股权协议转让给了原交易对方，完成了安方高科的剥离；
- 2016 年 6 月，公司公告收购参股公司川陀大匠 85% 股权，收购完成后，川陀大匠成为公司的全资子公司，川陀大匠在防病毒、数据防泄密和终端安全管理领域能够提供先进的架构设计、技术开发、市场交付和客户支持能力，在移动应用、数据库等领域也有很深的技术积累，对公司在终端安全领域形成完整的解决方案有很大的帮助；

- 2016年7月，公司与北信源、正镭技术、霁云汇合资设立辰信领创，公司持有合资公司49.5%的股权。公司与北信源成立合资公司，旨在合作打造防病毒第一品牌，是公司对企业级市场的终端安全领域的不断强化；
- 2016年9月，公司公告拟认购Cloudminds的A轮优先股股权占比不超过3.5%。公司通过参股Cloudminds进入人工智能云服务和智能终端领域，通过公司本身拥有的安全解决方案与人工智能云和终端方案的相结合，可以形成新的云到端解决方案来覆盖现有行业客户的需求，开拓新的客户；
- 2016年12月，公司收购赛博兴安90%股权，赛博兴安成为公司的控股子公司，公司通过赛博兴安网络传输加密技术、加密认证及数据安全产品深入安全加密领域，进一步完善在信息安全行业的产品和服务线；
- 2017年1月，公司公告拟对智为信息进行投资，持有智为信息增资后30%的股权。智为信息是我国专业DDoS防护产品和云安全服务提供商。投资智为信息，可以加强公司在云安全技术领域的布局，符合公司打造云管端一体化的完整的信息安全产品线和解决方案的战略目标。

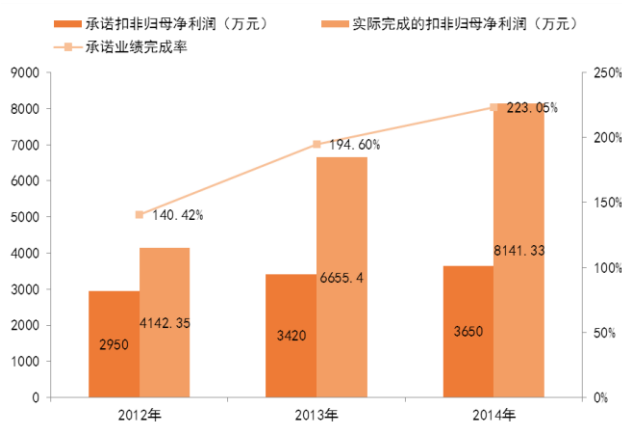
图表7 公司外延并购轨迹



资料来源：启明星辰公司公告、Wind、平安证券研究所 注：公司2018年剥离了安方高科

积极的外延式并购，一方面推动了公司信息安全产业链的持续完善；另一方面，并购企业承诺业绩的达成，也显著增厚了公司业绩。

图表8 2012-2014 年网御星云承诺业绩完成情况



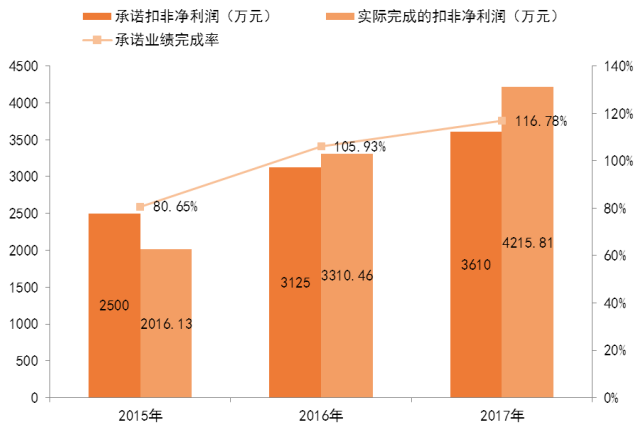
资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

图表9 2016-2018 年书生电子承诺业绩完成情况

|                 | 2016 年  | 2016-2017 年合计 | 2016-2018 年合计 |
|-----------------|---------|---------------|---------------|
| 承诺扣非净利润 (万元)    | 1680.00 | 3696.00       | 6115.20       |
| 实际完成的扣非净利润 (万元) | 1488.34 | 3174.33       | -             |
| 承诺业绩完成率         | 88.59%  | 85.89%        | -             |

资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

图表10 2015-2017 年合众数据承诺业绩完成情况



资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

图表11 2016-2018 年赛博兴安承诺业绩完成情况

|                   | 2016 年  | 2017 年  | 2018 年  |
|-------------------|---------|---------|---------|
| 承诺扣非归母净利润 (万元)    | 3874.00 | 5036.20 | 6547.06 |
| 实际完成的扣非归母净利润 (万元) | 3931.49 | 5070.07 | -       |
| 承诺业绩完成率           | 101.48% | 100.67% | -       |

资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

在积极投资并购的同时，公司也高度重视生态合作。2017 年 6 月，公司和腾讯云达成战略合作，双方共同为客户提供基于腾讯云的独立安全运营解决方案、安全产品和相关运营服务，并面向企业市场推出全面的终端安全解决方案——云子可信网络防病毒系统，融合了启明星辰在企业级市场安全威胁管理方面多年的深厚技术沉淀，以及腾讯在终端安全防护领域的深厚技术积累，致力于为企业级用户提供终端的全面安全防护。

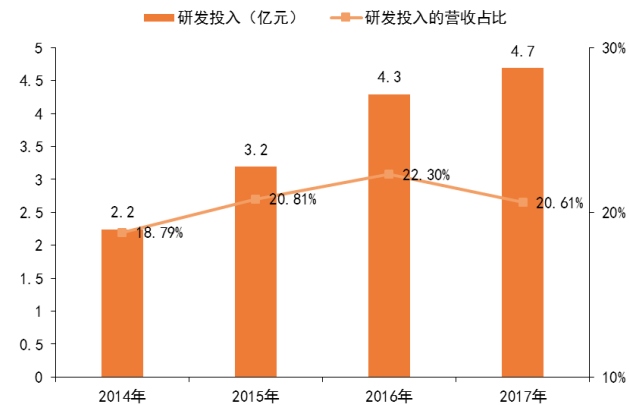
2017 年 9 月，公司与联想云签署战略合作协议，在云计算领域开展合作，充分发挥各自特长，实现资源共享、优势互补，共同打造安全的企业级云计算方案。未来我国数千亿规模的云计算产业将产生巨大的云安全需求。公司通过生态合作的方式，深化云安全布局，将增强公司在云安全市场的竞争力，从而扩展公司的市场空间。公司持续完善信息安全云管端一体化布局，为公司保持在国内信息安全行业的龙头地位提供了有力保证。

### 1.3 重视研发投入，行业领先技术构成公司核心竞争力

公司高度重视研发，在北京、上海、广州、杭州、成都、南京等多地拥有研发机构，在系统漏洞挖掘与分析、恶意代码检测与对抗等上百项安全产品、管理与服务技术方面拥有完全自主知识产权的核心技术积累。公司已积累技术发明专利 400 余项、计算机软件作品著作权 250 余项、国内外注册商标 60 余项，覆盖系统漏洞挖掘与分析、恶意代码检测与对抗等数百项安全产品、管理与服务技术。

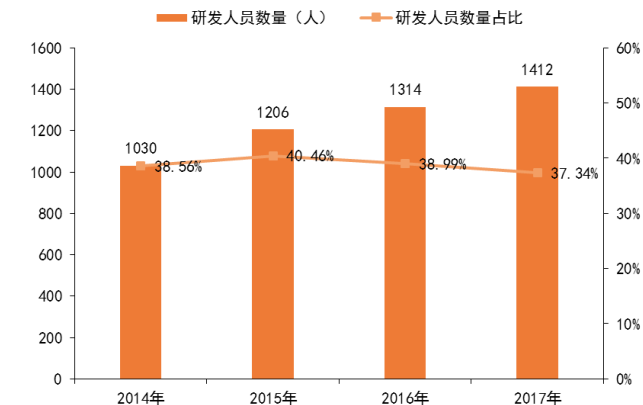
近年来，公司研发投入的营收占比持续保持在 20% 以上。根据公司 2017 年年报，公司 2017 年研发投入达 4.69 亿元，占公司营业收入的比例为 20.61%；公司研发人员达 1412 人，占公司总人数的 37.34%。在信息安全行业内，公司的研发投入占营业收入的比重处于领先地位。

图表12 公司近年来研发投入营收占比保持在 20%以上



资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

图表13 公司近年来研发人员数量持续增加



资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

图表14 信息安全企业研发支出占营业收入比重

| 信息安全企业 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 绿盟科技   | 22.91% | 24.99% | 21.22% | 23.1%  |
| 启明星辰   | 18.79% | 20.81% | 22.3%  | 20.61% |
| 北信源    | 18.73% | 12.47% | 15.68% | 19.63% |
| 深信服    | —      | 21.34% | 20.1%  | 19.34% |
| 美亚柏科   | 14.56% | 14.59% | 15.76% | 15.22% |
| 任子行    | 10.08% | 14.82% | 11.64% | 12.71% |
| 蓝盾股份   | 13.96% | 9.14%  | 9.07%  | 11.06% |
| 卫士通    | 10.01% | 9.26%  | 10.2%  | 10.9%  |

资料来源：Wind、平安证券研究所

公司拥有代表国内最高水准的技术团队，包括积极防御实验室（ADLab）、核心技术研究院、产品研发中心、泰合团队、北斗安全运营中心、VenusEye 金睛监测团队、VF 安全咨询专家团、Vetrix 云安全团队、安全系统集成团队等，构成了公司重要的核心竞争力。公司拥有我国规模最大的国家级网络安全研究基地，创造了百余项专利和软件著作权，参与制订国家及行业网络安全标准，填补了我国信息安全科研领域的多项空白。

图表15 公司的研发项目

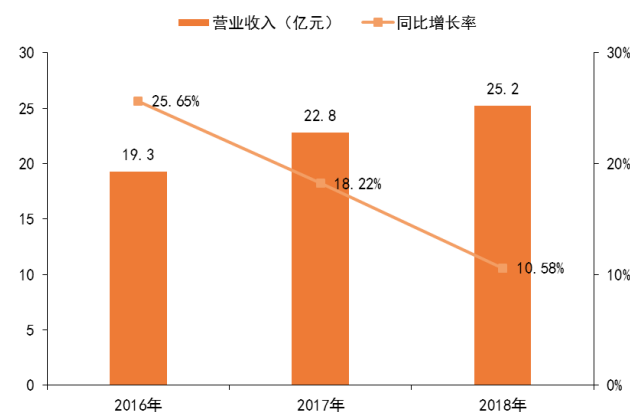
|                                                                                                                |                                                                                                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>云子可信云研发项目</b></p> <p>将终端安全、数据安全、网站安全、移动安全等多维度的传统安全产品转化为 SaaS 形态，为中小企业提供：终端管理、软件管理、上网行为管控、杀毒、补丁管理等业务。</p> | <p><b>新一代云安全资源池研发项目</b></p> <p>提供适用于云计算环境信息系统的一体化安全解决方案：涵盖云环境中网络和通信安全、设备和计算安全、应用和数据安全的应用场景。</p>    |
| <p><b>新一代信息安全运营中心系统研发项目</b></p> <p>新一代信息安全运营中心是（SOC）利用主流大数据技术、云计算技术、机器学习技术，在安全管理平台基础上开发出的安全态势感知平台。</p>         | <p><b>抗DDoS 云研发项目</b></p> <p>通过构建跨区域、多节点的防护云，为各类网站提供抗DDoS服务，该服务可以在按需定制、零部署且零维护的同时保障线上业务连续可靠运行。</p> |
| <p><b>关键信息基础设施安全防护管理平台研发项目</b></p> <p>旨在应对关键信息基础设施（CII）面临的复杂多变的网络安全威胁，聚焦公安网安行业监管需求，构建一体化的CII安全保障体系。</p>        | <p><b>新一代防火墙产品研发项目</b></p> <p>推出具有强大的安全处理性能、全面的安全防护能力、丰富的安全和流量可视化呈现能力以及完备组网能力的综合型下一代自主可控防火墙产品。</p> |
| <p><b>工业互联网安全产品研发项目</b></p> <p>在继续扎实传统的工控安全技术基础上，不断研究新的工业物联网安全、工业互联网安全及车联网安全的相关漏洞及防护技术。</p>                    | <p><b>物联网安全产品研发项目</b></p> <p>布局物联网安全，针对防御成功的攻击提供实时威胁洞察分析，能够准确识别物联网平台内的僵尸网络、恶意软件活动，以及安全漏洞。</p>      |

资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

## 1.4 公司财务分析

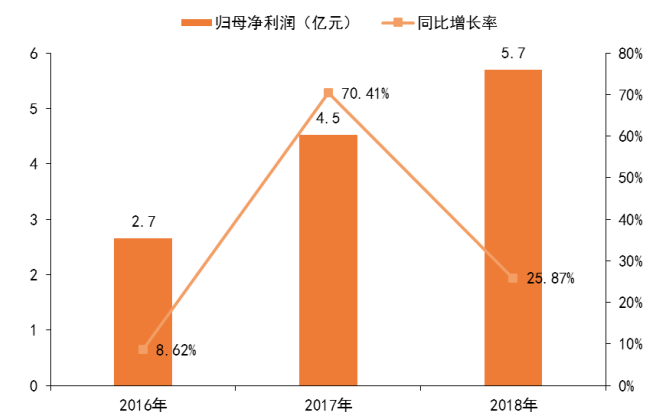
公司 2018 年归母净利润快速增长，营收增速有所放缓。根据公司公告，公司 2018 年实现营业总收入 25.20 亿元，同比增长 10.58%。营收稳健增长，增速相比 2017 年有所放缓，我们判断主要是两个方面的原因：（一）公司 2018 年军队军工业务收入增速放缓；（二）公司 2018 年剥离了安方高科，对收入增速产生了一定影响。公司 2018 年实现归母净利润 5.69 亿元，同比增长 25.87%；实现扣非归母净利润 4.37 亿元，同比增长 36.33%。公司归母净利润和扣非归母净利润增长状况良好，增速大幅高于营收增速，表明公司经营效益提升显著。

图表16 2016-2018 年公司营业收入及增速



资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

图表17 2016-2018 年公司归母净利润及增速

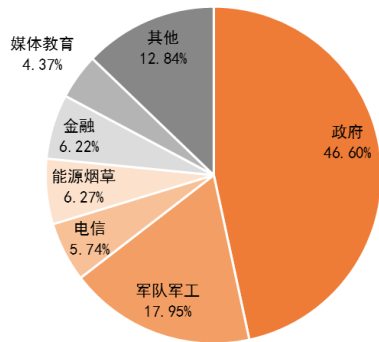


资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

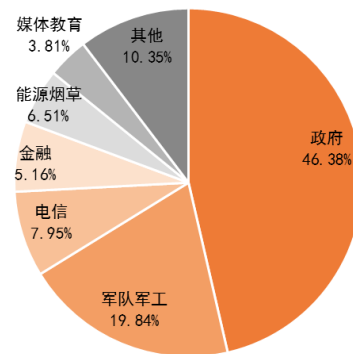
政府和军队军工是公司营收的主要来源。根据公司公告，2016 年、2017 年、2018 年上半年，公司政府行业客户营收占比分别为 46.60%、46.38%、49.79%，军队军工行业客户营收占比分别

为 17.95%、19.84%、13.88%。2016-2018 年上半年，公司政府和军队军工行业客户营收占比合计分别为 64.55%、66.22%、63.67%，持续保持在 60%以上。

图表18 2016 年公司营业收入结构



图表19 2017 年公司营业收入结构

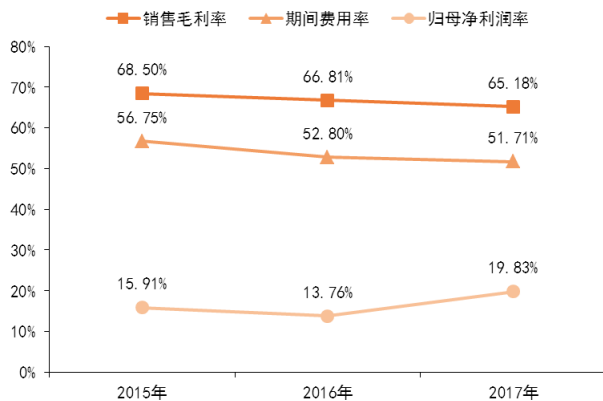


资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

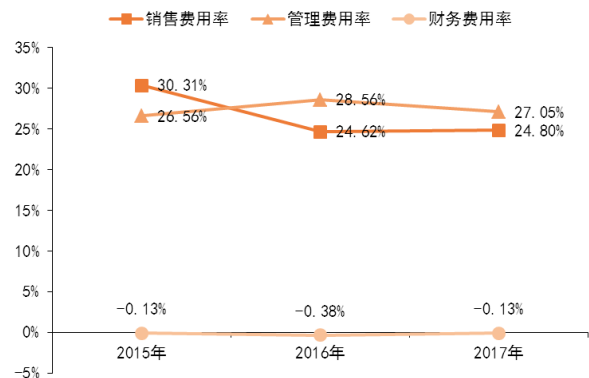
公司盈利能力持续强劲。2015 年-2017 年，公司毛利率分别为 68.50%、66.81%、65.18%，毛利率一直保持高位；公司归母净利润率分别为 15.91%、13.76%、19.83%，公司 2017 年归母净利润率提升幅度较大。根据公司 2018 年度业绩快报，公司 2018 年归母净利润率为 22.57%，归母净利润率持续上升。

图表20 公司毛利率、期间费用率、归母净利润率分析



资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

图表21 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分析



资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

## 二、政策助力行业高景气度，行业龙头深度受益

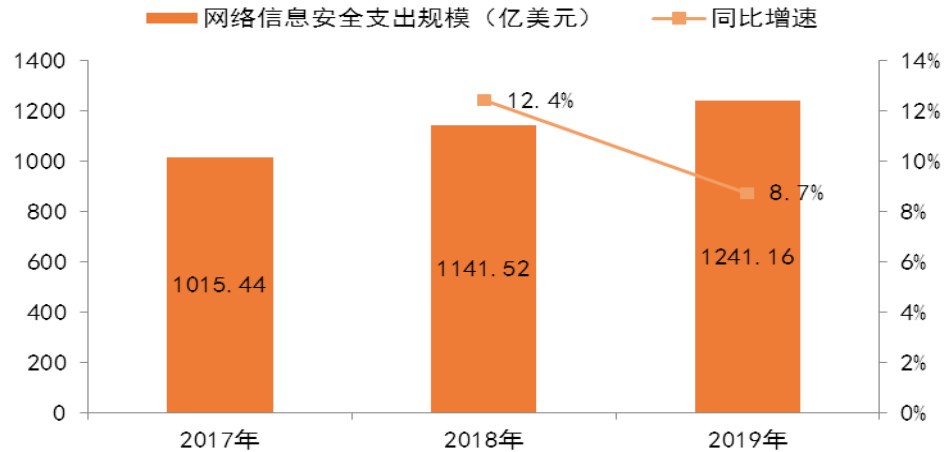
### 2.1 全球网络安全需求不断扩大，国内网安市场潜力巨大

总体来看，随着云物移大智所代表的“智能化”时代的到来，全球网络无论是传统的 IP 网络还是当前关注的工控网络，所面临的网络安全环境都呈现出明显的恶化态势，全球网络安全需求规模也在不断扩大。据 Gartner 最新预测报告显示，2019 年全球网络信息安全支出规模将达到 1241 亿元，



同比增长 8.7%。从细分领域看，安全服务、基础设施防护、网络安全设备、身份识别管理等领域的支出规模相对较大。

图表22 2017-2019 年全球网络信息安全支出规模及同比增速



资料来源: Gartner、平安证券研究所

图表23 2017-2019 年全球网络信息安全细分领域支出金额 (亿美元)

| 类别       | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  | 2019 年增速 |
|----------|---------|---------|---------|----------|
| 应用安全     | 24.34   | 27.42   | 30.03   | 9.5%     |
| 云安全      | 1.85    | 3.04    | 4.59    | 51.0%    |
| 数据安全     | 25.63   | 30.63   | 35.24   | 15.1%    |
| 身份识别管理   | 88.23   | 97.68   | 105.78  | 8.3%     |
| 基础设施防护   | 125.83  | 141.06  | 153.37  | 8.7%     |
| 统一安全管理   | 39.49   | 43.47   | 47.12   | 8.4%     |
| 网络安全设备   | 109.11  | 124.27  | 133.21  | 7.2%     |
| 其他信息安全软件 | 18.32   | 20.79   | 22.85   | 9.9%     |
| 安全服务     | 523.15  | 589.2   | 642.37  | 9.0%     |
| 消费者安全软件  | 59.48   | 63.95   | 66.61   | 4.2%     |
| 合计       | 1015.44 | 1141.52 | 1241.16 | 8.7%     |

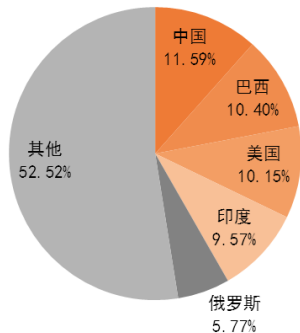
资料来源: Gartner、平安证券研究所

我国信息安全市场未来发展潜力巨大。根据智研咨询数据，2014 年我国信息安全投入占 IT 总投入的比例仅为 2%左右，大幅低于发达国家 10%到 12%的平均水平。我国信息安全投入占 IT 总投入的比例未来提升空间很大。随着我国信息安全国家战略的推进，我们认为，我国信息安全投入占 IT 总投入的比例将持续提升，我国信息安全市场未来空间十分广阔。

我国面临的网络安全威胁仍然严峻，是我国信息安全市场需求快速增长的重要驱动力。根据启明星辰发布的《2017 年网络安全态势观察报告》数据，在 2017 年全年捕获到的各类僵尸主机中，中国数量最多，占比 11.59%，受害最严重。其次是巴西（10.40%）、美国（10.15%）、印度（9.57%）和俄罗斯（5.77%）。我国仍是受僵尸网络攻击影响最严重的国家。根据诺顿发布的 2017 年网络安全调查报告数据，2017 年，全球 20 个国家的 9.78 亿的消费遭到了网络犯罪攻击，遭受经济损失达 1720 亿美元。其中，我国有 3.53 亿的消费受到影响，遭受的经济损失超过 660 亿美元，位列 20 个国家第一。

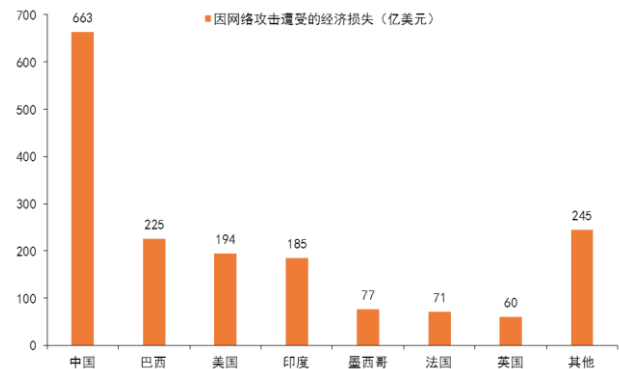


图表24 各国在 2017 年全年捕获到的各类僵尸主机数量中的占比



资料来源：启明星辰、平安证券研究所

图表25 我国消费者 2017 年因网络攻击遭受的经济损失超过 660 亿美元



资料来源：诺顿、平安证券研究所

## 2.2 等保 1.0 政策显著推进信息安全国产化进程，战略意义重大

随着我国国民经济和社会发展信息化进程的全面加快，我国信息化的程度越来越高，基础信息网络和重要信息系统安全关系国家安全和社会稳定。信息安全等级保护是国家信息安全保障工作的基本制度、基本策略、基本方法。2007 年 7 月由公安部等 4 部门联合下发《信息安全等级保护管理办法》，将电信、银行、证券、税务等 28 个行业的重要信息系统和政府网站纳入规划，要求按照可能受到侵害的客体和受侵害程度划分为 5 个等级，并规定以上的信息系统必须选择国产信息安全产品和服务。等保 1.0 政策的实行标志着全国范围的信息安全等级保护工作正式拉开序幕。

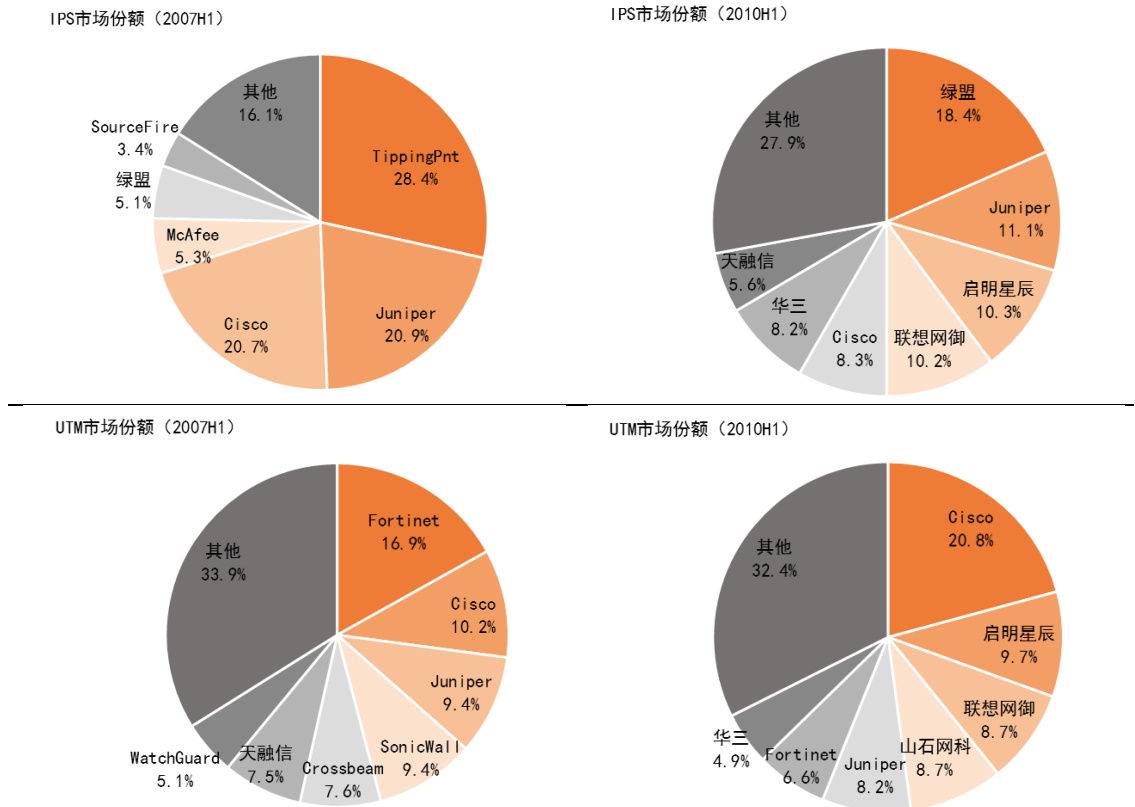
图表26 信息安全等级保护管理办法的分级依据

| 受侵害的客体          | 对客体的侵害程度 |      |        |
|-----------------|----------|------|--------|
|                 | 一般损害     | 严重损害 | 特别严重损害 |
| 公民、法人和其他组织的合法权益 | 第一级      | 第二级  | 第二级    |
| 社会秩序、公共利益       | 第二级      | 第三级  | 第四级    |
| 国家安全            | 第三级      | 第四级  | 第五级    |

资料来源：政府网站、平安证券研究所

信息系统安全关乎国家安全、经济命脉和社会稳定，等保 1.0 表明了我国建设信息安全自主可控的决心，激发了我国信息安全市场的成长动力，一大批国内企业市场份额大幅提升。仅在政策出台 3 年后的 2010 年，以 IPS 市场和 UTM 市场为例，国内信息安全产品市场的竞争格局发生了巨大变化，绿盟科技、启明星辰、联想网御（2011 年更名为网御星云）等国内厂商崭露头角，取代国外厂商成为市场主导。政府、银行、电信、电力、医疗这些 IT 投资比较大的行业都陆续实行了信息安全产品的采购国产化，我国信息安全领域的腾飞发展从这里启航。

图表27 等保 1.0 政策显著推动我国信息安全国产化



资料来源：IDC、平安证券研究所

## 2.3 网络安全法、等保 2.0 等政策法规落地，作为行业龙头，公司将深度受益

当前，信息安全已上升为我国国家战略。2016 年以来，我国网络安全监管环境整体趋严，强制性更高而且监管范围扩大，网络安全法、等保 2.0 等政策法规落地，我国信息安全行业迎来新一轮发展机遇，作为行业龙头，公司将深度受益。

### ■ 网络安全监管环境整体趋严，强制性更高而且监管范围扩大

2016 年习总书记“4.19”讲话以来，我国网络安全相关政策和法规呈现加速落地态势。2016 年 11 月，全国人大常委会通过了《网络安全法》，并在 2017 年 6 月开始全面实施。该法是我国网络安全领域具有基础地位的法律，明确了保护网络空间主权的重要性，以及各责任主体的权利、义务以及相关法律责任。2017 年 7 月，国家网信办出台了《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》；2018 年 6 月，公安部出台了《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》（简称《等保条例》，下同）。

其中，公安部出台的《等保条例》，对我国网络安全行业来说，具有标志性意义，将我国等级保护从 1.0 时代带入到 2.0 时代，也就是业界所说的等保 2.0。等级保护，是指对网络和信息系统按照重要性等级分级别保护的一种工作。安全保护等级越高，安全保护能力就越强。1.0 时代是 2007 年到 2018 年，《信息安全等级保护管理办法》所确立的等级保护体系。

相比等保 1.0 时代，差别体现在以下几个方面：（1）等保 2.0 是纳入《网络安全法》规定的重要事项，出台的等保条例是行政法规，法律效力高于 1.0 时代，因为《信息安全等级保护管理办法》只是行政规范性文件；（2）监管的范围更为广泛，从传统的信息基础设施和网络，扩大到云计算、工控系统等新业态；（3）监管的范围从原来的政府事业单位，扩大到所有的网络运营主体。

等保 2.0 的推出会拉动整个网络安全市场的需求，在新兴安全领域的作用更为明显。等保 2.0 政策强调了要将监管范围扩大到云计算、工控系统等新兴业态，未来可发展的空间非常大。

图表28 近年来我国信息安全支持政策

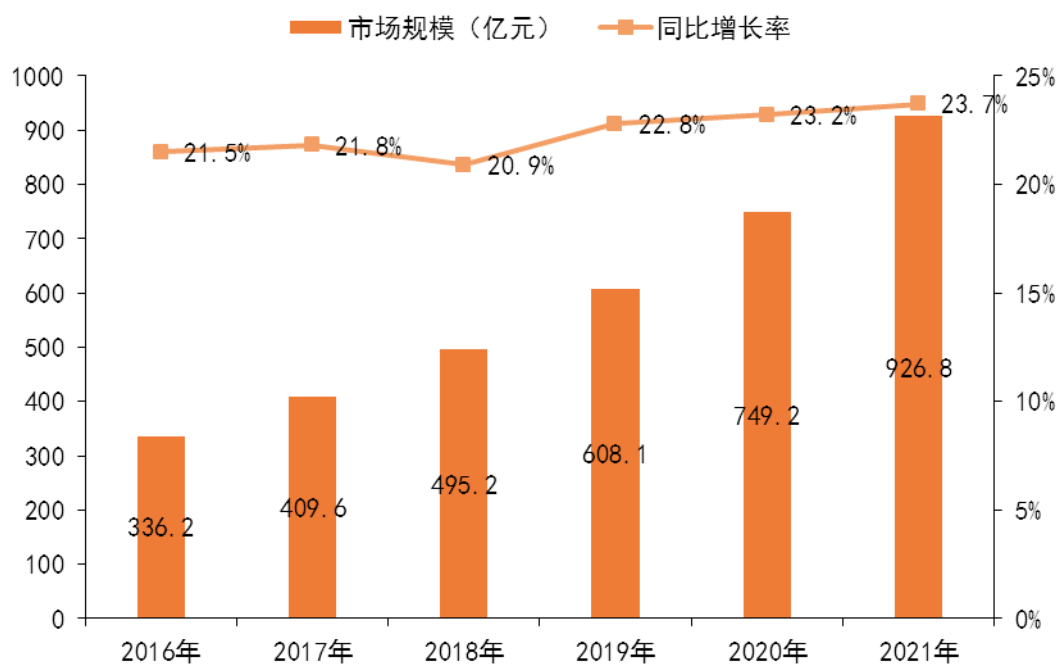
| 时间          | 政策名称                              | 主要内容                                                               |
|-------------|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 2016 年 11 月 | 人大常委会《网络安全法》                      | 保障网络安全，维护网络空间主权和国家安全，促进经济社会信息化健康发展                                 |
| 2016 年 11 月 | 国务院《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》           | 加强统筹规划和政策扶持，全面营造有利于新兴产业蓬勃发展的生态环境                                   |
| 2017 年 1 月  | 工信部《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》  | 加快建设制造强国和网络强国，推动软件和信息技术服务业由大变强                                     |
| 2017 年 1 月  | 工信部《大数据产业发展规划（2016-2020 年）》       | 以强化大数据产业创新发展能力为核心，推动产业持续健康发展，实施国家大数据战略                             |
| 2017 年 7 月  | 国家互联网信息办公室《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》 | 对《网络安全法》中规定安全检测评估机制等进行了创新，保证能够最大程度实现互联网领域中关键基础设施的安全稳定运行            |
| 2018 年 6 月  | 公安部《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》            | 推进实施国家网络安全等级保护制度，建立健全网络安全防护体系，重点保护涉及国家安全、国计民生、公共网络基础设施安全、运行安全和数据安全 |

资料来源：政府网站、平安证券研究所

#### ■ 我国信息安全行业景气度持续高企，公司将在国内信息安全市场的快速发展中深度受益

受益于政策推动，我国信息安全行业景气度持续高企。根据 CCID 数据，我国网络信息安全市场规模 2018 年达到 495.2 亿元，同比增长 20.9%，到 2021 年将达到 926.8 亿元，2016-2021 年间年均复合增长率超过 20%。

图表29 2016-2021 年我国网络信息安全市场规模 CAGR 为 22.5%



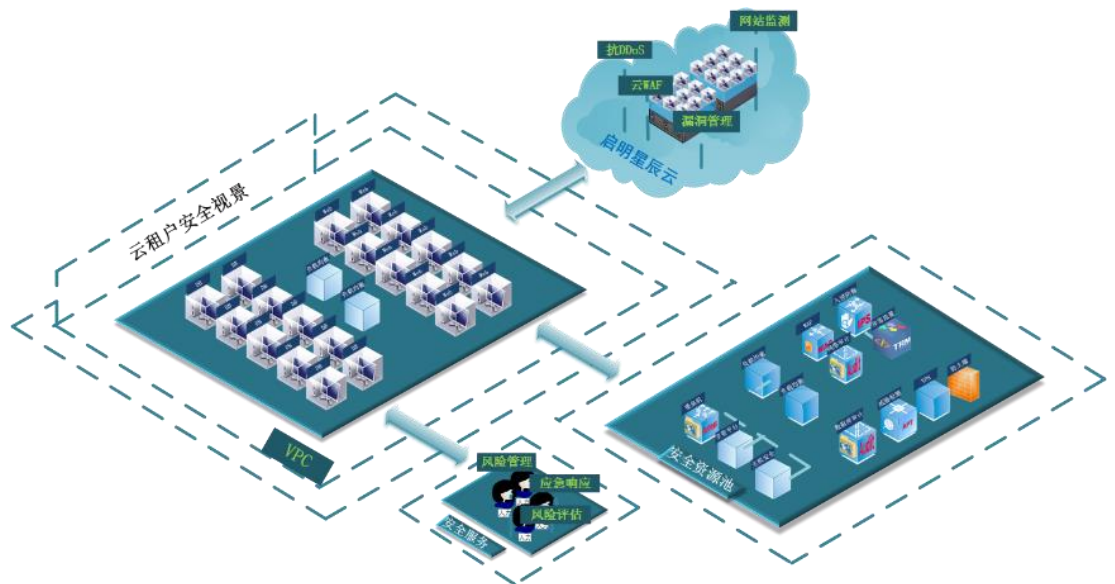
资料来源：CCID、平安证券研究所

等保 2.0 的落地将为公司带来巨大发展机遇。等保 2.0 监管的范围从原来的政府事业单位，扩大到所有的网络运营主体，将推动政府事业单位外的其他行业客户对信息安全产品和服务的需求。公司是国内信息安全行业企业中拥有最完整产业链的行业龙头。随着等保 2.0 未来正式实施，公司的客户范围将得到进一步扩大。公司当前的主要客户是政府和军队军工，政府和军队军工之外的行业客户的延伸，将有效扩展公司安全产品的销售范围，将有力推动公司业绩的增长。

另外，等保 2.0 监管的范围从传统的信息基础设施和网络，扩大到云计算、工控系统等新业态，将对云计算安全和工业互联网安全等新兴信息安全市场的发展起到积极的推动作用。根据 CCID 数据，云计算安全和工业互联网安全市场未来增速均超过信息安全整体市场增速，均将迎来高速发展期。而公司在这两个领域也已有布局：

- 在云计算安全方面，如前所述，公司通过投资并购以及生态合作的方式，持续深化云安全布局。同时，根据等保 2.0 标准规范基本要求及云计算扩展要求，公司提出云计算安全防护方案，方案包括基本架构和安全建设，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。

图表30 启明星辰云安全方案架构



资料来源：启明星辰公司官网、平安证券研究所

图表31 启明星辰云安全方案建设



资料来源：启明星辰公司官网、平安证券研究所

- 在工业互联网安全领域，公司早在 2010 年伊朗震网病毒事件发生后，便已将工控安全作为一个重要的方向进行深入安全研究，产品研发部门着手进行工业防火墙、工控漏扫等一系列的工控安全产品研发工作。2014 年初，公司成立了贯穿前中后场的工控安全部，开展公司的工业互联网信息安全业务。根据公司官网新闻，公司 2018 年在工控安全市场取得了爆发性增长，稳居国内工控安全市场第一梯队。

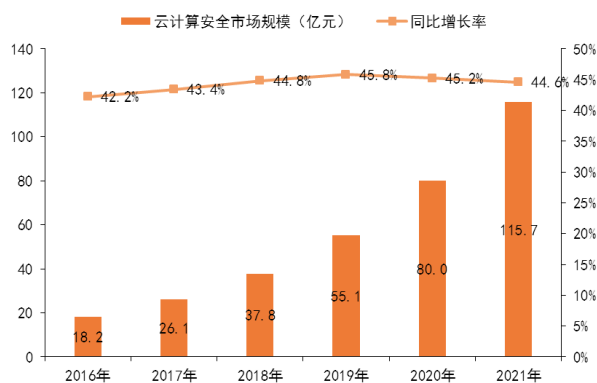
图表32 公司工业互联网业务发展历程



资料来源：《启明星辰工业物联网网络安全解决方案白皮书》、平安证券研究所

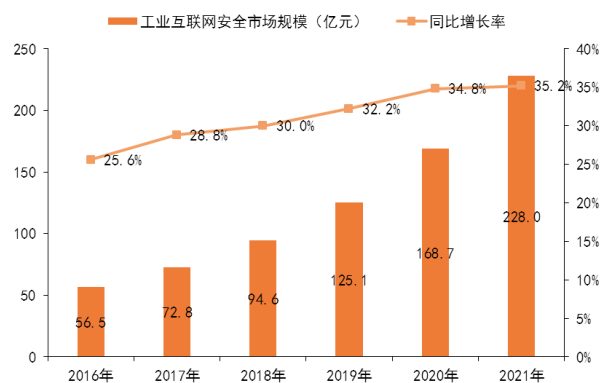
根据 CCID 数据，云计算安全和工业互联网安全市场规模未来将高速增长。云计算安全市场规模 2021 年将达到 115.7 亿元，2016-2021 年间年均复合增长率为 44.8%。工业互联网安全市场规模 2021 年将达到 228 亿元，2016-2021 年间年均复合增长率为 32.2%。公司依靠提前布局的先发优势，未来在云计算安全和工业互联网安全这两个新兴安全市场将大有可为。

图表33 2016-2021 年我国云计算安全市场规模 CAGR 为 44.8%



资料来源：CCID、平安证券研究所

图表34 2016-2021 年我国工业互联网安全市场规模 CAGR 为 32.2%



资料来源：CCID、平安证券研究所

## 三、智慧城市安全运营中心业务成为公司未来发展新动力

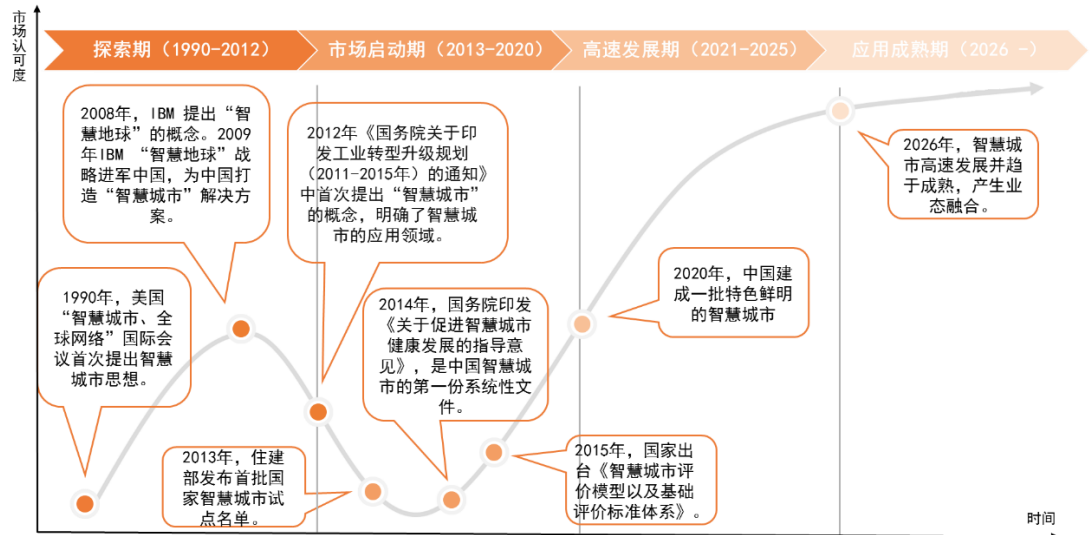
### 3.1 我国智慧城市进入实质性建设阶段，IT 投资规模持续扩大

智慧城市的概念 20 世纪 90 年代被首次提出，2009 年开始在我国逐步落地实施。随着一系列智慧城市相关的国家政策出台，我国的智慧城市步入实质性建设阶段，开启市场启动期。自 2013 年 1 月，



住房和城乡建设部公布了首批 90 个国家智慧城市试点名单，至 2016 年我国已选择数百个城市或城镇开展国家“智慧城市”试点。2014 年 8 月，发改委等八部委印发《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》，要求到 2020 年建成一批特色鲜明的智慧城市，实现公共服务便捷化、城市管理精细化、生活环境宜居化、基础设施智能化、网络安全长效化。智慧城市建设步伐将呈现加快趋势。

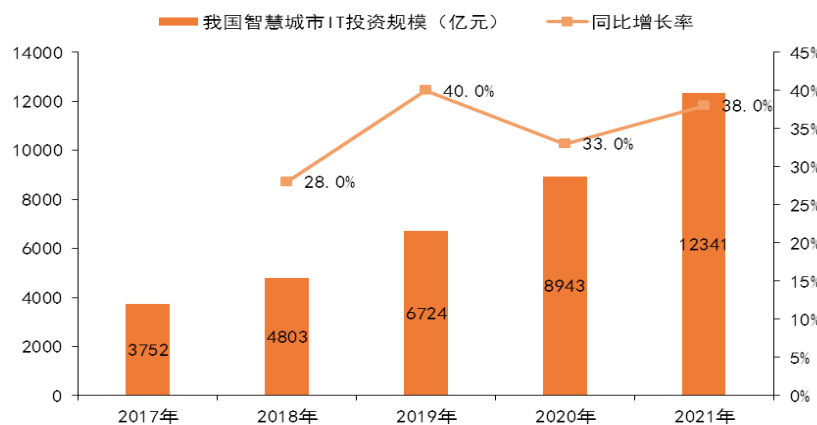
图表35 我国智慧城市建设处于市场启动期



资料来源：易观、平安证券研究所

随着智慧城市建设的推进，我国智慧城市 IT 投资规模持续扩大。根据智研咨询数据，我国智慧城市 IT 投资规模 2021 年将达到 12341 亿元，2017-2021 年间年均复合增长率为 34.7%。智慧城市 IT 投资规模的持续扩大，为智慧城市安全运营服务市场的成长提供了有力支撑。

图表36 2017-2021 年我国智慧城市 IT 投资规模 CAGR 为 34.7%



资料来源：智研咨询、平安证券研究所

### 3.2 智慧城市安全运营中心相继落地，成为公司业绩增长新动力

作为国内网络安全领军企业，公司走在智慧城市安全建设队伍的前沿。公司 2016 年已开始全国范围布局智慧城市的独立安全运营中心建设，提出了以“第三方独立安全运营”作为保障网络安全的重要手段，战略布局城市级安全运营中心，为智慧城市健康运营提供强力的网络安全事件防御能力。2016 年 10 月公司参与杭州城市数据大脑计划；2017 年 5 月公司与云南省人民政府、9 月公司与深圳市

政府分别签署投资合作框架协议；2017年11月公司分别于与南沙区、青海省大数据公司签署系列战略合作协议。

2017年12月，成都安全运营中心正式启动，成都安全运营中心是公司打造的首个智慧城市安全运营中心。截至目前，公司智慧城市安全运营业务已经在成都、三门峡、宜昌等城市开展起来，另有昆明、杭州、天津、南昌、无锡等城市将陆续启动，2018年全年签单有望达到1.5亿元以上，发展势头亮眼。2018年12月，公司公开发行可转债的申请获得证监会核准批复，公司将发行10.45亿元可转债用于济南、杭州、昆明、郑州等四个安全运营中心的建设。公司可转债申请的获准批复，将加速公司智慧城市安全运营中心业务的拓展。公司在智慧城市安全运营服务市场先发优势明显。

图表37 公司发行可转债拟投资的项目（单位：万元）

| 项目名称                  | 项目总投资额  | 拟投入募集资金 | 自筹资金投入额 |
|-----------------------|---------|---------|---------|
| 济南安全运营中心建设项目          | 9,200   | 5,700   | 3,500   |
| 杭州安全运营中心建设项目          | 28,000  | 13,500  | 14,500  |
| 昆明安全运营中心和网络安全培训中心建设项目 | 47,300  | 37,300  | 10,000  |
| 郑州安全运营中心和网络安全培训中心建设项目 | 50,500  | 33,000  | 17,500  |
| 补充流动资金                | 15,000  | 15,000  | -       |
| 合计                    | 150,000 | 104,500 | 45,500  |

资料来源：启明星辰公司公告、平安证券研究所

智慧城市安全运营中心业务未来将成为公司业绩的有力增长点。公司智慧城市安全运营业务，围绕智慧城市的建设，以年服务费的收费模式提供安全运营服务。我国600多个城市中，直辖市及副省级城市19个，地级市279个，县级市363个。根据不同的城市级别，假设直辖市及副省级城市、地级市、县级市每年的平均年服务费收费标准分别为1000万元、600万元、300万元，则智慧城市安全运营服务市场每年的年服务费规模为29.53亿元。假设公司能够在我国智慧城市安全运营服务市场占有30%-50%的市场份额，则公司智慧城市安全运营中心业务未来每年将能够贡献8.86亿元至14.77亿元的收入，相当于公司2018年营业收入的35.2%至58.6%，将显著提高公司业绩。智慧城市安全运营中心业务成为公司未来发展新动力。

图表38 智慧城市安全运营服务市场规模估算

| 类型        | 城市数量 | 智慧城市安全运营服务平均年服务费标准 | 智慧城市安全运营服务市场规模 |
|-----------|------|--------------------|----------------|
| 直辖市及副省级城市 | 19个  | 1000万              | 1.9亿           |
| 地级市       | 279个 | 600万               | 16.74亿         |
| 县级市       | 363个 | 300万               | 10.89亿         |
| 合计        | 661个 | -                  | 29.53亿         |

资料来源：平安证券研究所



## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们预计公司 2018–2020 年营业收入分别为 25.20 亿元、32.98 亿元、41.47 亿元，同比增长 10.6%、30.9%、25.7%；归母净利润分别为 5.69 亿元、7.12 亿元、9.29 亿元，同比增长 25.9%、25.1%、30.6%；EPS 分别为 0.63 元、0.79 元、1.04 元，对应 4 月 15 日收盘价的 PE 分别约为 42.6、34.0、26.1 倍。

### 4.2 估值分析

公司属于信息安全行业，其相对估值可参照 A 股中其他同属于信息安全行业的企业，如深信服、绿盟科技、南洋股份（天融信）、美亚柏科、卫士通、北信源等。

图表39 启明星辰同行业可比公司估值比较

| 股票代码      | 证券简称 | 收盘价   | 总市值（亿元） | 2018PE | 2019PE | 2020PE |
|-----------|------|-------|---------|--------|--------|--------|
| 300454.SZ | 深信服  | 96.00 | 387.01  | 64.2   | 56.8   | 47.3   |
| 300369.SZ | 绿盟科技 | 12.74 | 101.88  | 60.6   | 50.9   | 41.6   |
| 002212.SZ | 南洋股份 | 15.82 | 183.27  | 36.0   | 33.1   | 26.3   |
| 300188.SZ | 美亚柏科 | 19.17 | 152.37  | 50.3   | 38.5   | 28.9   |
| 002268.SZ | 卫士通  | 31.53 | 264.33  | 188.9  | 55.2   | 33.1   |
| 300352.SZ | 北信源  | 5.67  | 82.21   | 88.0   | 39.5   | 26.6   |
|           | 平均值  | —     | 195.18  | 81.3   | 45.7   | 34.0   |
| 002439.SZ | 启明星辰 | 27.02 | 242.29  | 42.6   | 34.0   | 26.1   |

资料来源：WIND、平安证券研究所

注：收盘价取 2019 年 4 月 15 日收盘价，总市值以 2019 年 4 月 15 日收盘价计算，南洋股份、卫士通、北信源 2018-2020 年的 PE 取自 Wind 一致预期。

根据以上的估值分析，公司 2019 年的市盈率水平低于同行业可比公司均值水平。考虑到公司在国内信息安全行业的领航者地位，我们认为公司应享有更高的溢价空间，公司的市盈率水平应在同行业可比公司均值水平之上，公司的市盈率仍有上升空间。

### 4.3 投资建议

公司是我国信息安全行业领航者，产业链布局完整，将在国内信息安全市场的快速发展中深度受益。等保 2.0 监管范围的扩大，为公司带来在云计算安全和工业互联网安全等新兴信息安全市场的发展机遇，公司在这两个新兴安全市场将大有可为。公司智慧城市安全运营中心业务发展势头亮眼，未来将成为公司业绩的有力增长点。我们看好公司的未来发展，维持对公司的“强烈推荐”评级。

## 五、 风险提示

### （一）商誉减值的风险

公司通过积极的外延式并购，收购了书生电子、合众数据等子公司，若公司与并购的子公司未来不能实现有效的整合，公司并购的子公司不能持续保持良好的经营状况，则公司存在商誉减值的风险。

### （二）公司智慧城市安全运营业务推进进度不达预期

当前，公司已经启动了成都等地的安全运营中心，但是其他安全运营中心的陆续启动存在不达预期的风险，从而导致公司智慧城市安全运营业务推进进度不达预期。

### （三）公司工控安全业务发展不达预期

当前，公司的工控安全产品处于行业第一梯队的位置，但信息安全产品和技术一直在持续的更新和迭代，如果公司不能持续保持工控安全产品的领先，公司的工控安全业务存在发展不达预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 2423  | 3150  | 4212  | 5175  |
| 现金               | 596   | 1336  | 1443  | 2344  |
| 应收票据及应收账款        | 1244  | 1185  | 1994  | 2004  |
| 其他应收款            | 63    | 61    | 102   | 103   |
| 预付账款             | 36    | 49    | 62    | 78    |
| 存货               | 179   | 213   | 306   | 340   |
| 其他流动资产           | 306   | 306   | 306   | 306   |
| <b>非流动资产</b>     | 1852  | 1777  | 1751  | 1801  |
| 长期投资             | 117   | 120   | 122   | 125   |
| 固定资产             | 252   | 249   | 299   | 347   |
| 无形资产             | 230   | 157   | 81    | 81    |
| 其他非流动资产          | 1253  | 1251  | 1249  | 1249  |
| <b>资产总计</b>      | 4275  | 4927  | 5963  | 6976  |
| <b>流动负债</b>      | 1046  | 1185  | 1551  | 1680  |
| 短期借款             | 6     | 6     | 16    | 6     |
| 应付票据及应付账款        | 426   | 449   | 711   | 734   |
| 其他流动负债           | 614   | 730   | 825   | 940   |
| <b>非流动负债</b>     | 52    | 52    | 52    | 52    |
| 长期借款             | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债          | 52    | 52    | 52    | 52    |
| <b>负债合计</b>      | 1098  | 1237  | 1603  | 1732  |
| 少数股东权益           | 42    | 30    | 16    | -3    |
| 股本               | 897   | 897   | 897   | 897   |
| 资本公积             | 961   | 961   | 961   | 961   |
| 留存收益             | 1280  | 1838  | 2535  | 3446  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 3135  | 3659  | 4344  | 5247  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 4275  | 4927  | 5963  | 6976  |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 444   | 721   | 193   | 1007  |
| 净利润            | 443   | 557   | 697   | 911   |
| 折旧摊销           | 126   | 117   | 127   | 60    |
| 财务费用           | -3    | -13   | -20   | -30   |
| 投资损失           | -23   | -92   | -12   | -12   |
| 营运资金变动         | -188  | 152   | -599  | 78    |
| 其他经营现金流        | 90    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -509  | 51    | -89   | -98   |
| 资本支出           | 298   | -78   | -28   | 48    |
| 长期投资           | -117  | -2    | -2    | -2    |
| 其他投资现金流        | -328  | -29   | -120  | -53   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 72    | -32   | -7    | 3     |
| 短期借款           | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 28    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 523   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -485  | -32   | -7    | 3     |
| <b>现金净增加额</b>  | 6     | 739   | 97    | 912   |

利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2279  | 2520  | 3298  | 4147  |
| 营业成本            | 793   | 898   | 1190  | 1483  |
| 营业税金及附加         | 30    | 33    | 43    | 54    |
| 营业费用            | 565   | 605   | 759   | 933   |
| 管理费用            | 616   | 651   | 778   | 954   |
| 研发费用            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用            | -3    | -13   | -20   | -30   |
| 资产减值损失          | 109   | 38    | 49    | 62    |
| 其他收益            | 166   | 175   | 217   | 256   |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 23    | 92    | 12    | 12    |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 358   | 576   | 728   | 960   |
| 营业外收入           | 115   | 33    | 33    | 33    |
| 营业外支出           | 3     | 3     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 470   | 606   | 758   | 990   |
| 所得税             | 27    | 48    | 61    | 79    |
| <b>净利润</b>      | 443   | 557   | 697   | 911   |
| 少数股东损益          | -9    | -12   | -14   | -19   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 452   | 569   | 712   | 929   |
| EBITDA          | 578   | 694   | 844   | 994   |
| EPS (元)         | 0.50  | 0.63  | 0.79  | 1.04  |

主要财务比率

| 会计年度           | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 营业收入(%)        | 18.2  | 10.6  | 30.9  | 25.7  |
| 营业利润(%)        | 168.7 | 61.1  | 26.4  | 31.8  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 70.4  | 25.9  | 25.1  | 30.6  |
| <b>获利能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 毛利率(%)         | 65.2  | 64.4  | 63.9  | 64.2  |
| 净利率(%)         | 19.8  | 22.6  | 21.6  | 22.4  |
| ROE(%)         | 13.9  | 15.1  | 16.0  | 17.4  |
| ROIC(%)        | 13.4  | 14.3  | 15.0  | 16.2  |
| <b>偿债能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 资产负债率(%)       | 25.7  | 25.1  | 26.9  | 24.8  |
| 净负债比率(%)       | -17.4 | -35.0 | -31.8 | -43.9 |
| 流动比率           | 2.3   | 2.7   | 2.7   | 3.1   |
| 速动比率           | 1.8   | 2.2   | 2.3   | 2.6   |
| <b>营运能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 总资产周转率         | 0.6   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| 应收账款周转率        | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 2.1   |
| 应付账款周转率        | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 2.1   |
| <b>每股指标(元)</b> | -     | -     | -     | -     |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.50  | 0.63  | 0.79  | 1.04  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.48  | 0.80  | 0.21  | 1.12  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.50  | 4.08  | 4.84  | 5.85  |
| <b>估值比率</b>    | -     | -     | -     | -     |
| P/E            | 53.6  | 42.6  | 34.0  | 26.1  |
| P/B            | 7.7   | 6.6   | 5.6   | 4.6   |
| EV/EBITDA      | 41.0  | 33.1  | 27.1  | 22.1  |

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

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

### 行业投资评级：

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

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。  
平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。  
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。  
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。  
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。  
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。  
平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

| 深圳                                       | 上海                                                             | 北京                                       |
|------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼<br>邮编：518033 | 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼<br>邮编：200120<br>传真：( 021 ) 33830395 | 北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层<br>邮编：100033 |