

格局变化加重重催化，大安全加速成长明确！

——2019信息安全&自主可控行业深度二



证券分析师：刘洋 A0230513050006 刘畅 A0230516090003

研究支持：宁柯瑜 A0230118070014

联系人：宁柯瑜 A0230118070014

2019.04.23

安全可控产业：格局变化加重磅催化，大安全加速成长明确！



- 1) 行业格局已经迎来巨大变化，如绿盟科技、美亚柏科、360企业安全、拟科创板上市公司。相关A股安全公司发生较大变化，如绿盟科技拟将部分股权转让至中国网安产业基金，360企业安全分拆，美亚柏科引入国投智能战略投资；多家安全公司申报科创板/创业板上市，投融资后将带动公司加速发展；预计短期内行业竞争将加速，或是龙头公司强者恒强的机会。
- 2) 多重重磅政策催化，如等保2.0、工控安全等。4月15日工信部发布《关于加强工业互联网安全工作的指导意见（征求意见稿）》；公安部网络安全保卫局处长在坛上表示“等级保护2.0标准有望在2019年4月份出台”；国务院国资委发布了新版《中央企业负责人经营业绩考核办法》，首次将网络安全事件纳入企业经营重大事项及奖惩名录。政策不断细化落地，从法律法规的大框架到具体指引持续超预期。
- 3) 17Q3至今行业季度持续加速明显，叠加特殊行业预判19年大幅增长。17Q3-18Q4安全行业增速分别为10%、23%、22%、28%、32%、25%，18年加速已验证，预计2019将持续。2011年前宏观相关性明显，安全行业滞后经济1-2个季度表现；2013年后弱相关，采购周期主导。
- 4) 2019年四大提振因素。1) 五年采购周期”使2018-2020年收入加速概率高；2) 驱动力改变：合规与自发需求兼并；3) “等级保护2.0”、安全集团动作是行业新逻辑。前者或刺激10倍空间，后者出现大型安全集团的上下游延伸。4) 特殊行业、公安等递延领域恢复迹象明显。
- 5) 相关标的：
 - 1) 成长领军：启明星辰、纳思达、深信服、绿盟科技、紫光股份
 - 2) 导入领军：美亚柏科、太极股份、迪普科技、中科曙光
 - 3) 关注浪潮信息、任子行、北信源、中孚信息、中国长城



主要内容

1. 等保2.0等多重重磅政策落地

从法律大框架到行业具体指引落地，行业加速明显

2. 竞争格局变化

产品及商业模式差异化逐渐显现，每个领域都有领军

3. 19年投资判断

四大因素加速，未来5年行业复合增速上修至24%

4. 相关标的

5. 科创板安全受理公司一览

除《企业家第一课》、《企业家功成堂》外，其他公众号分享本期资料的，均属于抄袭！

邀请各位读者朋友尊重劳动成果，关注搜索正版号：[《企业家第一课》](#)、[《企业家功成堂》](#)

谢谢观看！

企业家第一课，专注做最纯粹的知识共享平台



关注官方微信
获取更多干货



加入知识共享平台
一次付费 一年干货

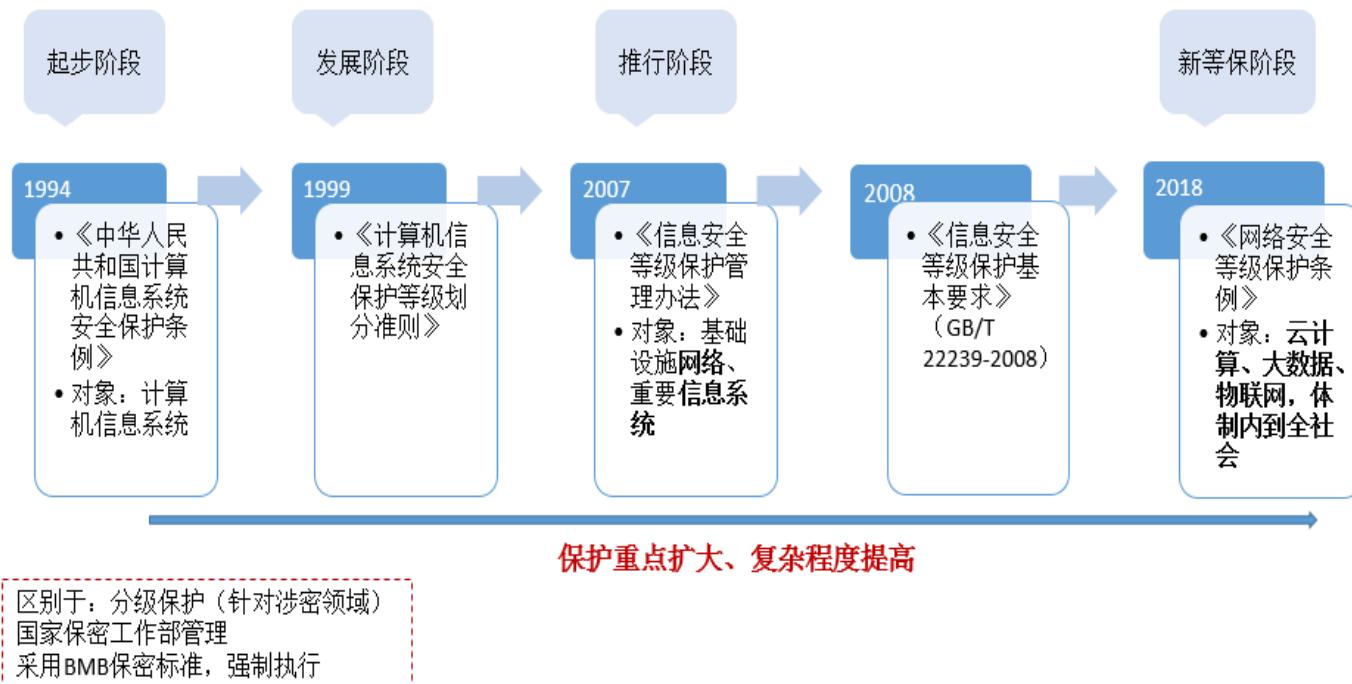
1.1 等保发布10余年迎来重大升级



■ “等级保护”

- 网络安全等级保护是指对国家重要信息、法人和其他组织及公民的专有信息以及公开信息和存储、传输、处理这些信息的**信息系统分等级实行安全保护**，对信息系统中使用的信息安全产品实行**按等级管理**，对信息系统中发生的信息安全事件**分等级响应、处置**。

■ 等级保护发展历程（起步、发展、推行、新等保）

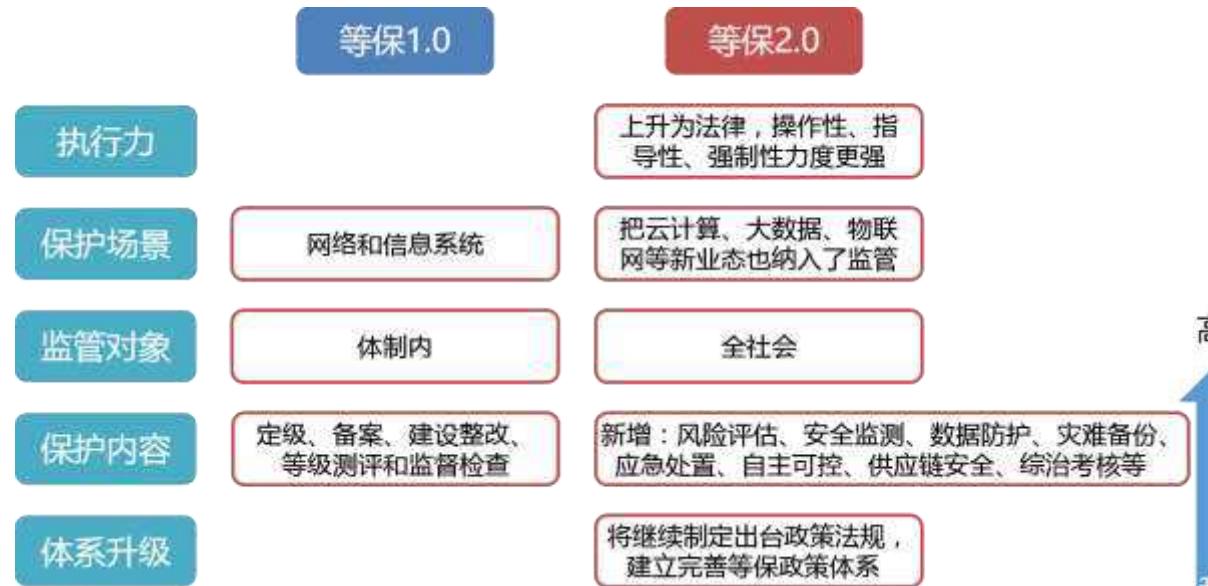


■ 等级保护的流程

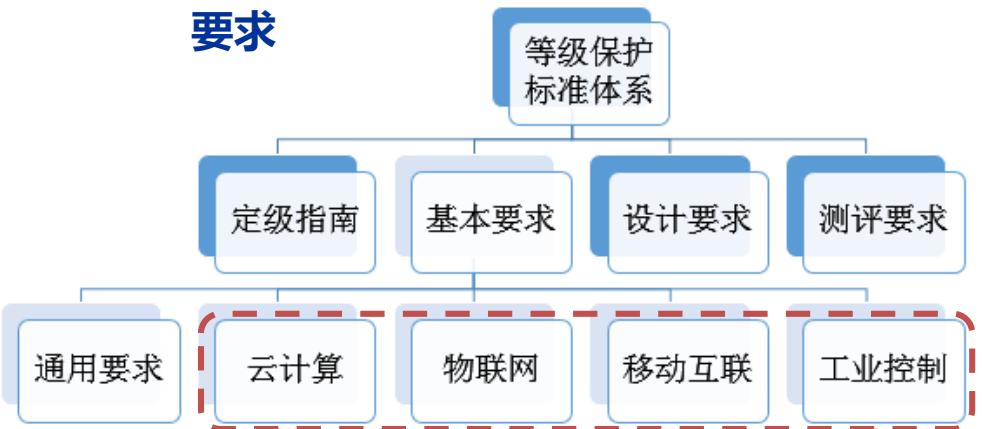


1.2 等保2.0重视变化

■ 等保2.0五大变化

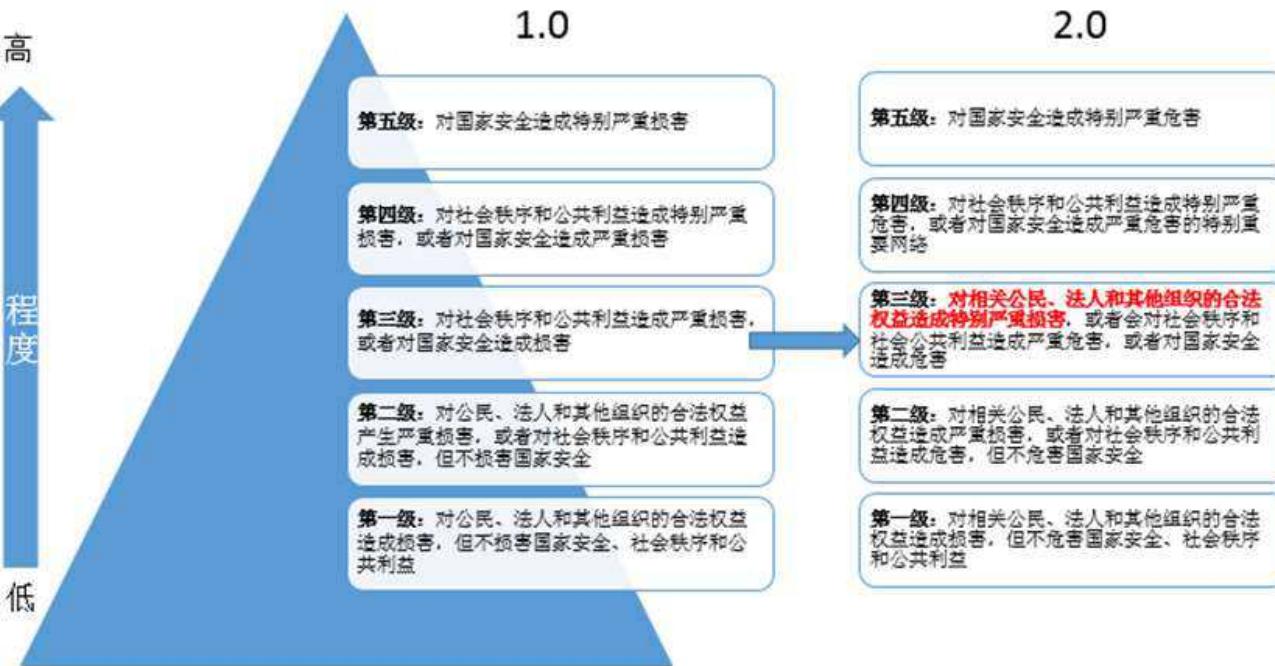


■ 框架变化：基本要求变更为安全通用要求和安全扩展要求



■ 等保2.0划分层级

- 由国家信息监管部门进行监督、检查，认证要求十分严格
- 第三级以上网络上线运行，通过等级测评才可投入运行；每年开展一次安全测评



注：一般等级保护二级以上系统主要集中在党、政、央企、金融、能源、通信、铁路等行业里。

1.2 等保2.0重视变化

■ 控制措施分类结构合并整合

- 等保2.0由旧标准的10个分类调整为8个分类。
- 应用安全与数据安全整合，安全管理机构和人员安全管理整合。并对合并后的8个分类提出新的要求。

■ 标准控制点和要求项的变化

- 等保2.0在控制点要求上并没有明显增加，通过合并整合后相对旧标准略有缩减。

控制分类结构整合	旧标准		等保2.0			
	技术要求	物理安全	→ 物理和环境安全			
		网络安全	→ 网络和通信安全			
		主机安全	→ 设备和计算安全			
		应用安全	→ 应用和数据安全			
		数据安全及备份恢复				
	管理要求	安全管理制度	→ 安全策略和管理制度			
		安全管理机构	→ 安全管理机构和人员			
		人员安全管理	→ 安全建设管理			
		系统建设管理	→ 安全运维管理			
		系统运维管理				
标准控制点略有缩减	安全要求要求	层面	一级	二级	三级	四级
	技术要求	物理和环境安全	7	10	10	10
		网络和通信安全	4	6	8	8
		设备和计算安全	4	6	6	6
	管理要求	应用和数据安全	5	9	10	10
		安全策略和管理制度	1	4	4	4
		安全管理机构和人员	7	9	9	9
		安全建设管理	7	10	10	10
	新标准控制点 旧标准控制点 新标准要求点 旧标准要求点	安全运维管理	8	14	14	14
		/	43	68	71	71
		/	48	66	73	77
		/	59	145	231	241
		/	85	175	290	318

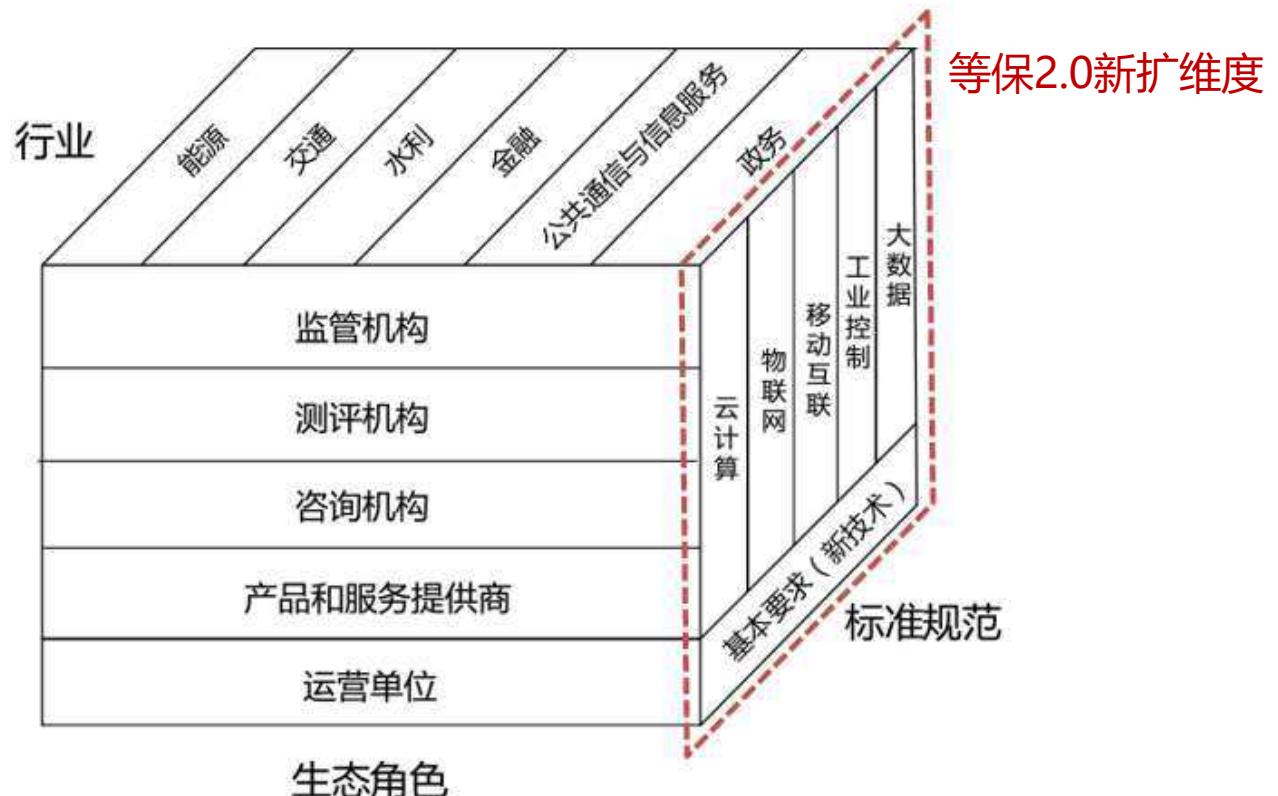
■ 新增安全扩展要求

- 等保体系框架新增安全扩展要求，分别对云计算、物联网、移动互联、工业控制各增加5条新标准

■ 信息安全扩展新维度

- 信息安全原有**三个维度**：生态角色、应用行业、近30种产品（VPN、防火墙、IDP、UTM等）。
- 等保2.0实际**把所有新技术纳入**，扩了一个维度：从传统网络安全，到云计算、物联网、移动互联、工业控制、大数据等所有新技术带来的规范。

图：信息安全扩展新维度



1.4 等保2.0或使市场空间扩一个数量级



- 工作外延变化：应急处置、灾难恢复、通报预警、安全监测、综合考核等重点措施全部纳入等保制度并实施，对重要基础设施重要系统以及“云、物、移、大、工控”纳入等保监管，将互联网企业纳入等级保护管理
 - 等保2.0实际把所有新技术纳入



■ 2017年6月正式实施网络安全法后，配套政策、各行业细分政策/指引相继出台，并快速下沉到电信、互联网、工业、教育、农业、特殊行业：

- **2017年6月**，《国家网络安全事件应急预案》
- 7月，《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》、《关于开展2017年电信和互联网行业网络安全试点示范工作的通知》；9月，《公共互联网网络安全威胁监测与处置办法》、网络安全宣传周
- 12月，《工业控制系统信息安全行动计划（2018-2020年）》、中共中央政治局就实施国家大数据战略进行第二次集体学习
- **2018年2月**，《2018年教育信息化和网络安全工作要点》；3月，《2018年农业部网络安全与信息化工作要点》
- 4月，《上海市工业控制系统信息安全行动计划（2018—2020年）》、《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》、全国网络安全和信息化工作会议
- 5月，军地各级应成立网络安全组织领导机构；6月，北京海淀区人民检察院出台《网络安全刑事司法保护白皮书》
- 7月，教育部出台《教育系统网络安全事件应急预案》
- 11月，公安部151号令《公安机关互联网安全监督检查规定》正式实施、中央网信办联合公安部制定发布《具有社会舆论属性或社会动员能力的互联网信息服务安全评估规定》11月30日实施
- **2019年4月**，工信部发布《关于加强工业互联网安全工作的指导意见（征求意见稿）》
- 国务院国资委发布了新版《中央企业负责人经营业绩考核办法》，首次将网络安全事件纳入企业经营重大事项及奖惩名录

1.6 驱动力：合规驱动、自发需求共振

■ 等级保护1.0时代：需求不足，只能靠合规

- 只要部署规定的安全产品基本能免责，合规需求大于安全能力需求
- 供给（新产品、新技术、更多的人才、更好的服务）难以拉动需求
- 每一次产业扩容来源于重大安全事件（中美黑客战、震网事件、斯诺登事件）
- 供给侧难以驱动，通过强制合规力量拉动需求认识威胁、增加投入、调整结构

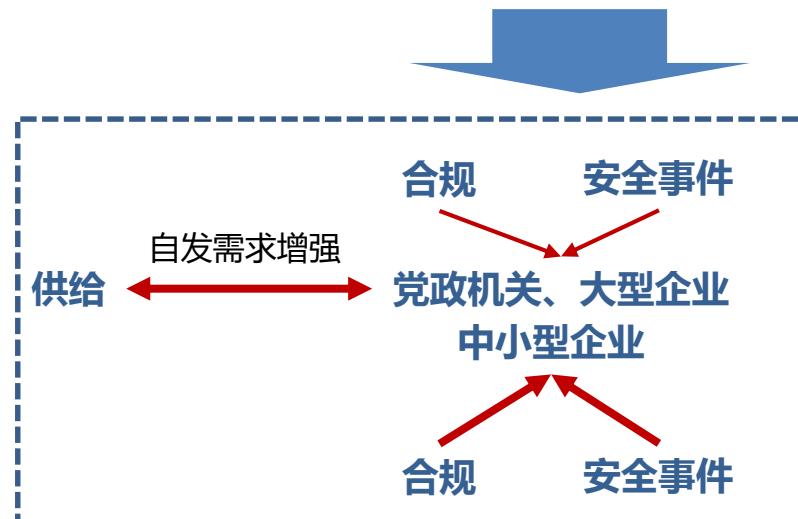
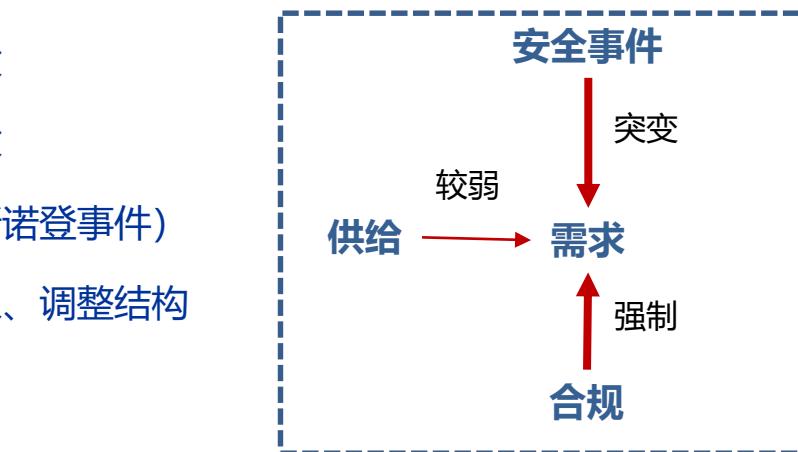
■ 等保2.0时代：合规情况下，安全事件责任自担

- 需求的IT形态日益复杂
- 安全攻击效果追求更强、攻击手法更多样
- 需求侧防御体系不足

■ 政府、大型企业：意识增强，自身需求并发

■ 中小型企业：合规驱动

图：合规与自发需求共同驱动

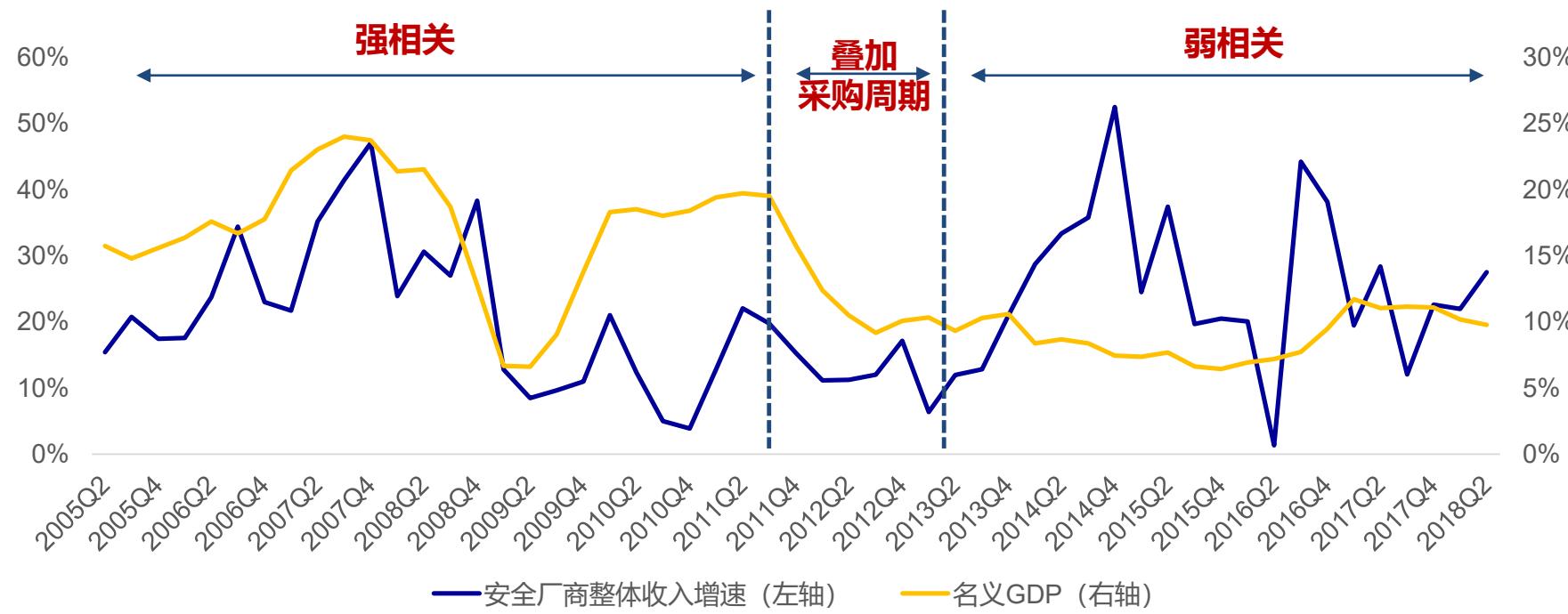


资料来源：永信至诚，启明星辰，申万宏源研究

1.7 与宏观经济：叠加采购周期，从强相关到弱相关

- 2011年前：明显强相关，安全行业滞后经济1-2个季度表现
- 2011年-2013年：叠加采购周期，经济相关性变弱
- 2013年后：弱相关，采购周期主导

图：宏观经济相关性明显变弱



资料来源：IDC, wind, 申万宏源研究

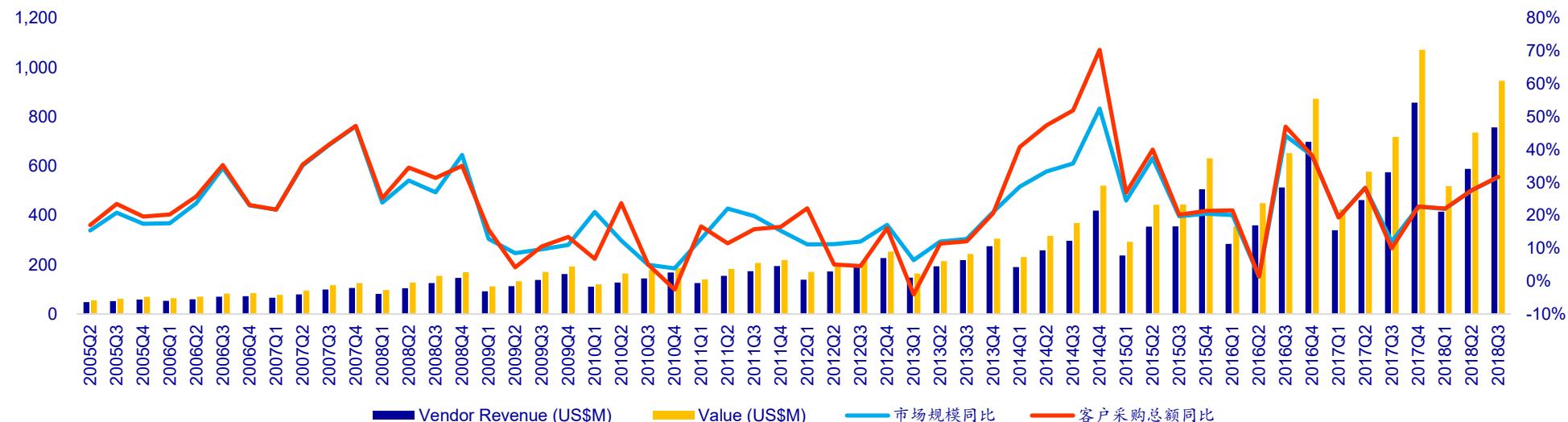
1.8 遵从“五年规律”：18已验证，预计19将持续



■ 下游最大采购方遵循“五年规律”

- 信息安全与自主可控的下游中，最大的两个采购方是政府与特殊行业。由于政府与特殊行业遵从“五年规划”，通常前低后高
- 下图显示2010-2017年信息安全产品收入趋势中，**2011-2012年增速常位居10%-20%，2013-2015年飙升至30%-70%**；2016-2017年再次平淡（2016年收入中尚留存2015年末预收款，预计修正后2016年实际状况与2011年类似）
- 按照自主可控与信息安全遵从“五年规律”，**17Q3-18Q3分别同比10%、23%、22%、27%、32%加速上行已验证，若考虑2018特殊行业影响，增速更佳，推测2019延续高增类似2014概率大**

图：“十二五”规划的后三年，季度收入同比增速上修至30%-70%



资料来源：IDC信息安全季度跟踪，申万宏源研究



主要内容

1. 等保2.0等多重重磅政策落地

从法律大框架到行业具体指引落地，行业加速明显

2. 竞争格局变化

产品及商业模式差异化逐渐显现，每个领域都有领军

3. 19年投资判断

四大因素加速，未来5年行业复合增速上修至24%

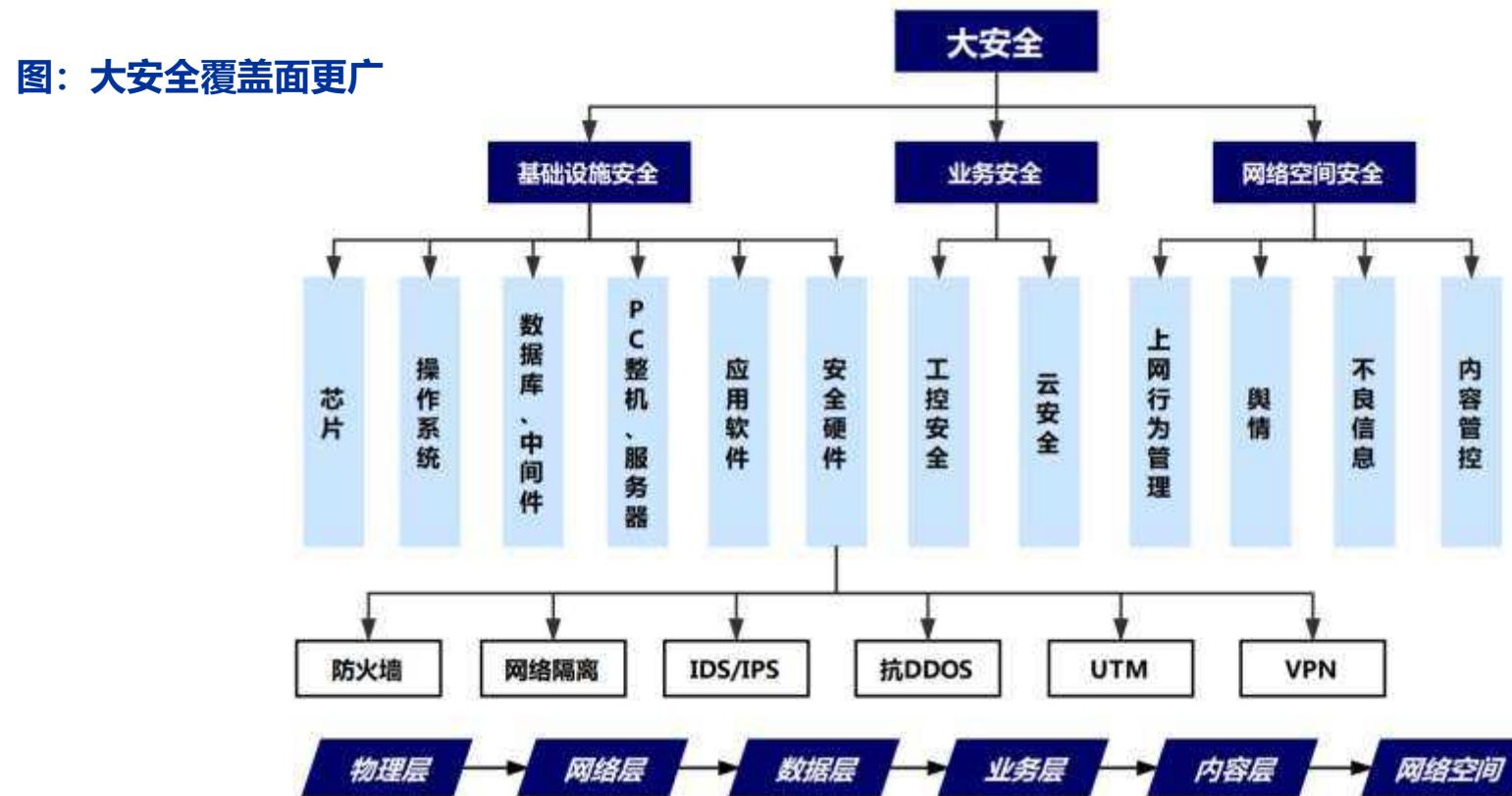
4. 相关标的

5. 科创板安全受理公司一览

2.1 大安全：安全的涵义由基础设施向网络空间延伸

■ 安全的涵义更广：传统安全+自主可控+网络空间治理

- 《国家网络空间安全战略》指出网络空间：互联网、通信网、计算机系统、自动化控制系统、数字设备及其承载的应用、服务和数据等组成；覆盖民生、社会、经济、国家主权
- 习近平419讲话：在核心技术上取得突破、网络引导舆论



2.2 安全扩容意味着新产品、新场景、新层级

■ X-技术：安全产品增加应对不同类型攻击

- 从防火墙，到IDP（入侵检测与防御）、SOC（安全管理平台）、UTM（统一威胁管理）

■ Y-场景：从网络到物理/工控/云/终端/边缘...

■ Z-范围：大安全涵盖关键基础设施、自主可控、数据安全、业务安全、舆情管理、网监...



资料来源：申万宏源研究

2.3 安全的五种主要玩家各自有发展和盈利方式

■ 上市安全产品商：赚利润率的钱

- 擅长产品线1-10条等，销售、渠道能力强，服务能力强

■ 自主可控厂商：赚高阶产品爆发的钱

- 安全体系/ICT设备研发、战略配套
- 涉密、特殊行业

■ 央企集成商：赚周转率的钱为主

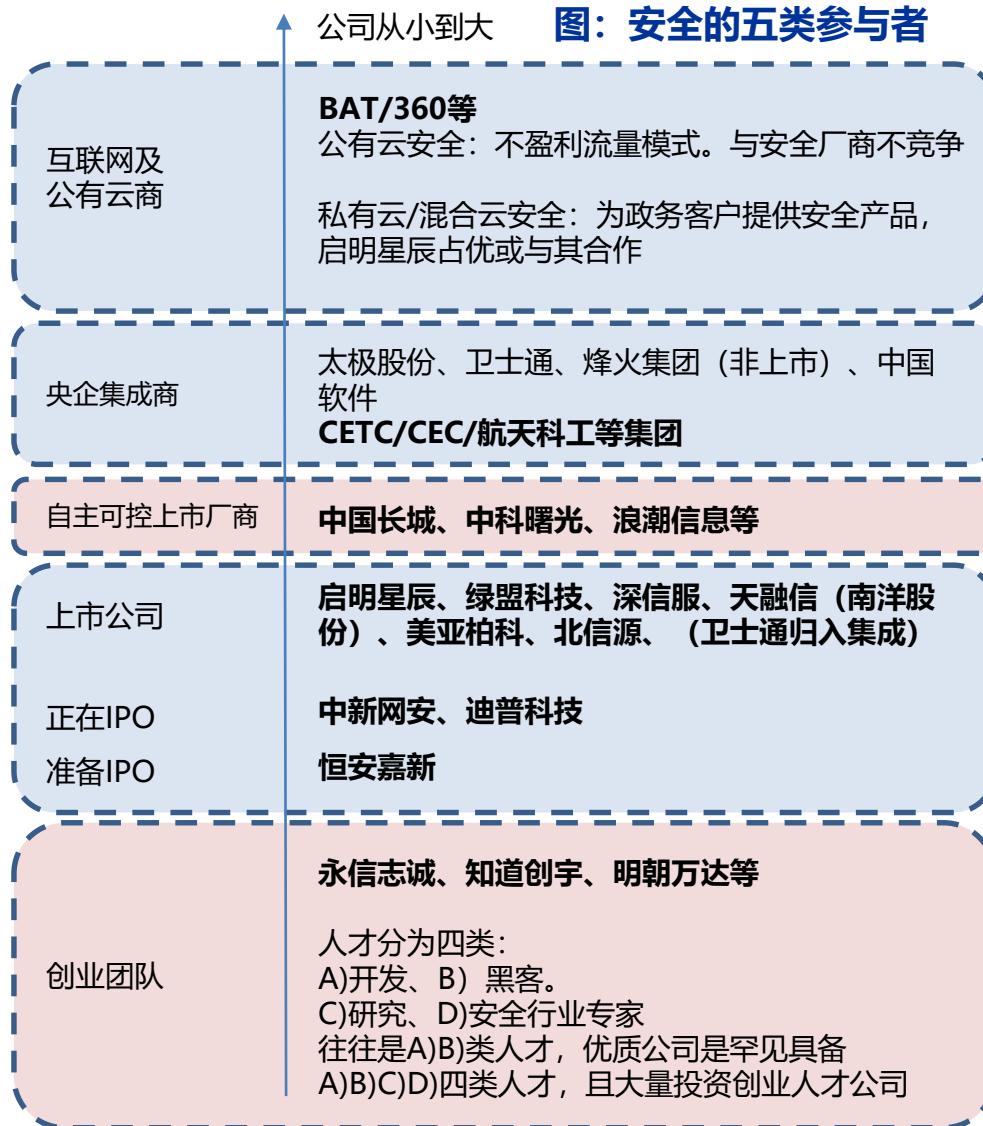
■ BAT/云：赚规模优势的钱

- 与安全厂商合作

■ 创业团队：赚稳定的现金

- 扩产品线不易，擅长1-2种产品或服务
- 人员稳定有难度，逐渐登陆市场

图：安全的五类参与者

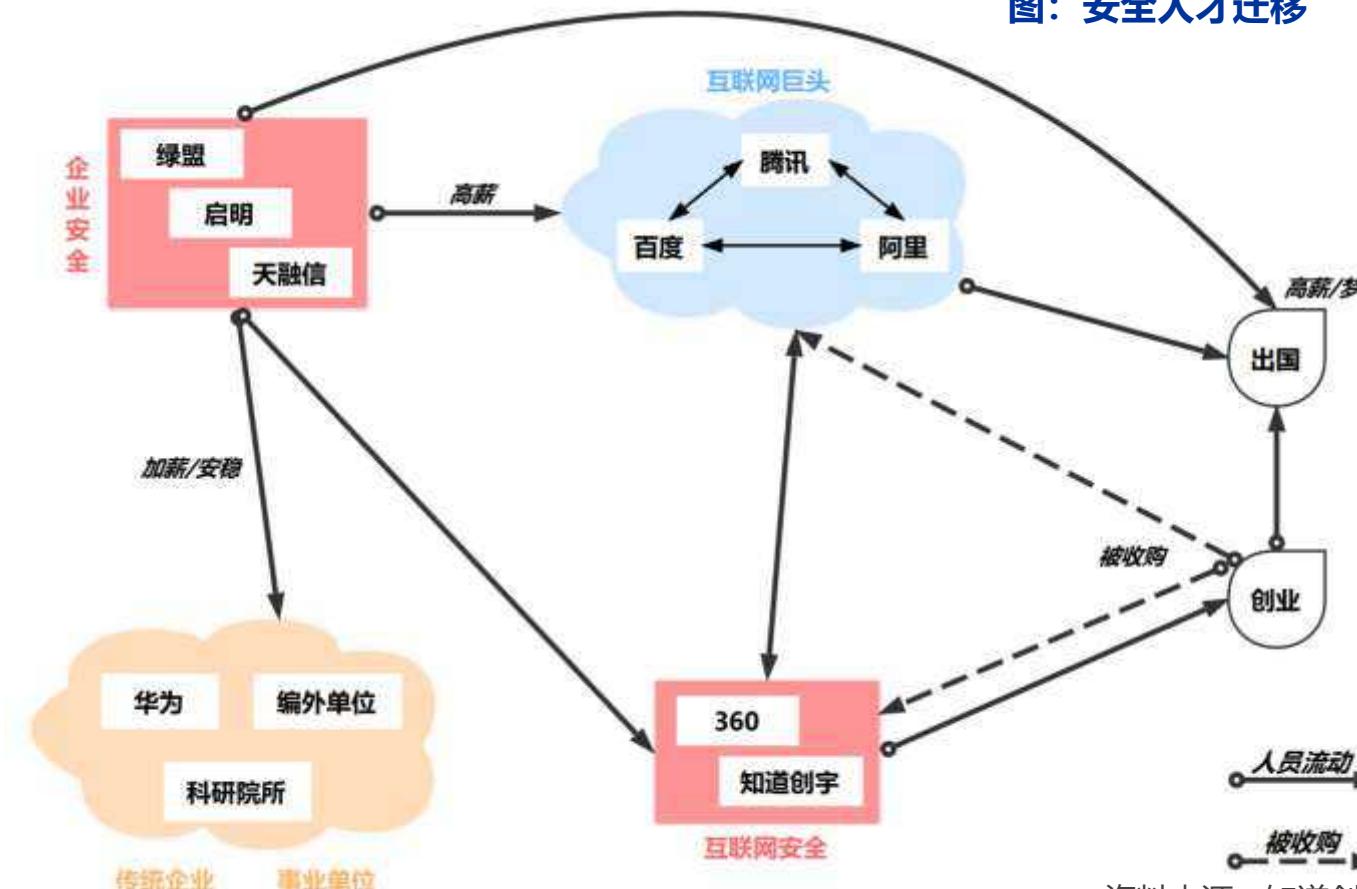


资料来源：360、阿里巴巴、绿盟科技、南洋股份、启明星辰历年年报，申万宏源研究

2.4 安全人才迁移是竞争格局变化潜在反映

- 薪酬：海外>BAT>安全厂商
- 海外公司（如FireEye、Palo Alto）主要技术负责人如技术VP、CTO、首席科学家等是华人
- BAT这样的互联网巨头企业担任安全相关要职

图：安全人才迁移



资料来源：知道创宇，申万宏源研究

2.5 BAT与安全厂商合作大于竞争

- 等保2.0明确了责任划分，海外的aws、IBM，国内的阿里、腾讯早已明确云上责任共担
- 早在2015年，阿里云在国内提出建设云安全生态
- 腾讯、阿里、华为云等众多云市场均提供第三方安全厂商产品供客户选择

图：腾讯云安全共担模型



图：腾讯云安全市场提供多安全厂商产品



资料来源：腾讯云安全白皮书，申万宏源研究

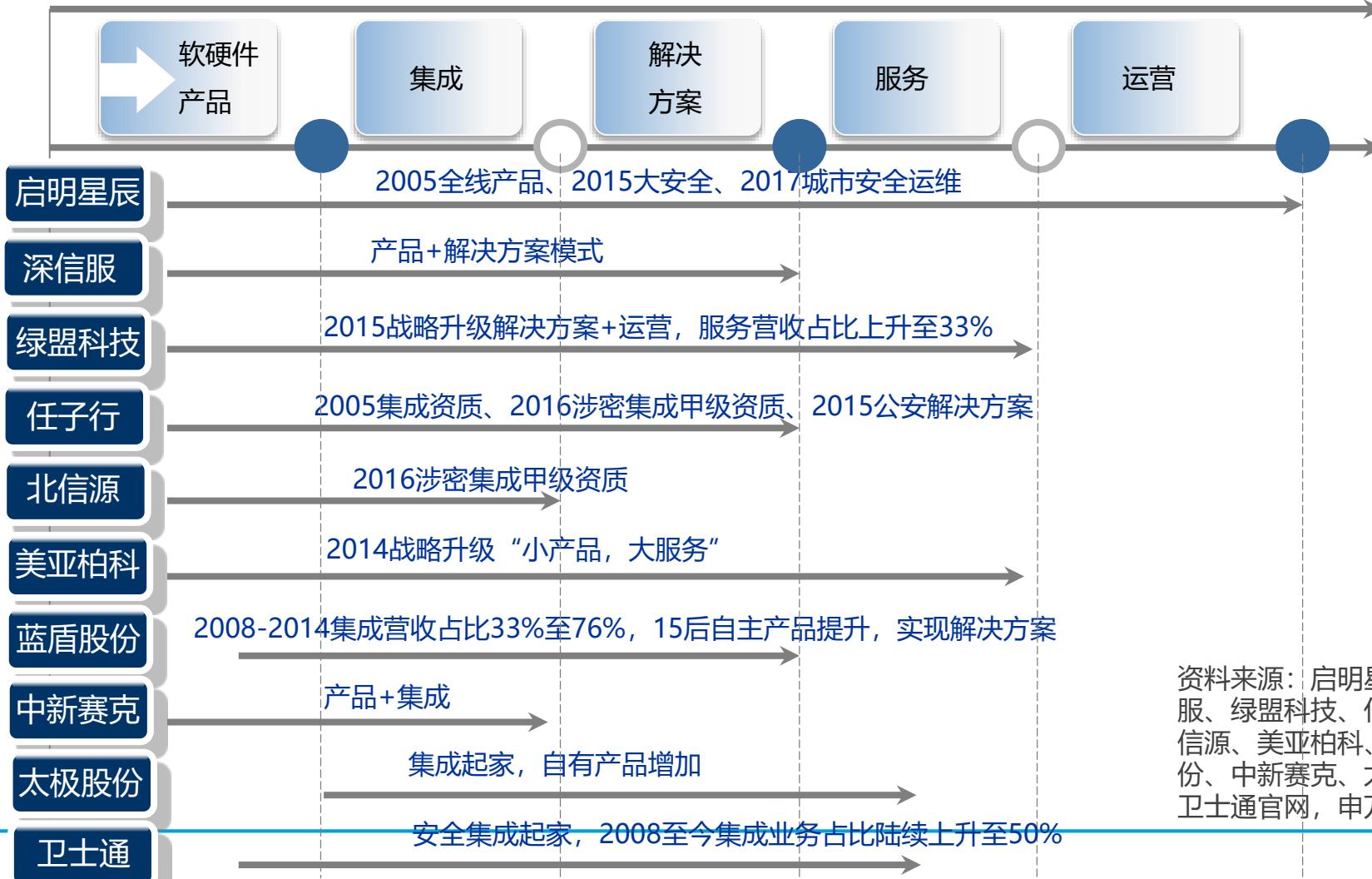
表：云厂商与安全公司合作大于竞争

安全公司	时间	合作对象	合作内容
新华三	2018/3/21	腾讯	新华三助力腾讯“连接一切”
中国网安（卫士通控股股东）	2018/5/11	阿里云	合作研制的“网安飞天”安全云平台
绿盟科技	2016/4/20	阿里云	在流量清洗领域打造最强抗DDoS王牌
通付盾	2018/9/29	腾讯云	云端的数据安全领域
亚信安全	2017/8/8	腾讯云	携手共筑一体化云安全服务
启明星辰	2017/6/9	腾讯云	政企客户云计算项目建设、产业互联网等领域
亚洲诚信	2016/9/29	腾讯云	“云SSL证书申请与管理”的一站式自动化服务
深信服	2016/1/8	腾讯云	不同虚拟化云平台部署的软件下一代防火墙、SSL VPN等安全产品及解决方案；云安全服务联盟成立，首批成员包括腾讯云、深信服、IBM、赛门铁克等企业
绿盟科技	2015/12/10	腾讯云	云计算安全防护领域
启明星辰	2015/6/1	腾讯	企业终端安全解决方案
启明星辰	2017/9/13	联想云	共同探索云时代下，企业级云服务和数据安全解决方案深度融合的新生态模式。
启明星辰	2017/7/14	浪潮	加入浪潮云图计划，共同为用户打造“安全可信赖”的云，以应对复杂多变的网络威胁。

2.6 商业模式差异化已经明显

- 由于安全变为复杂，商业模式跟随着演进：产品到集成到解决方案到服务
- 解决方案更需要行业know-how
- 产品+服务都做的厂商，形成产品服务整体解决方案，兼顾利润率和粘性，往往形成较高壁垒

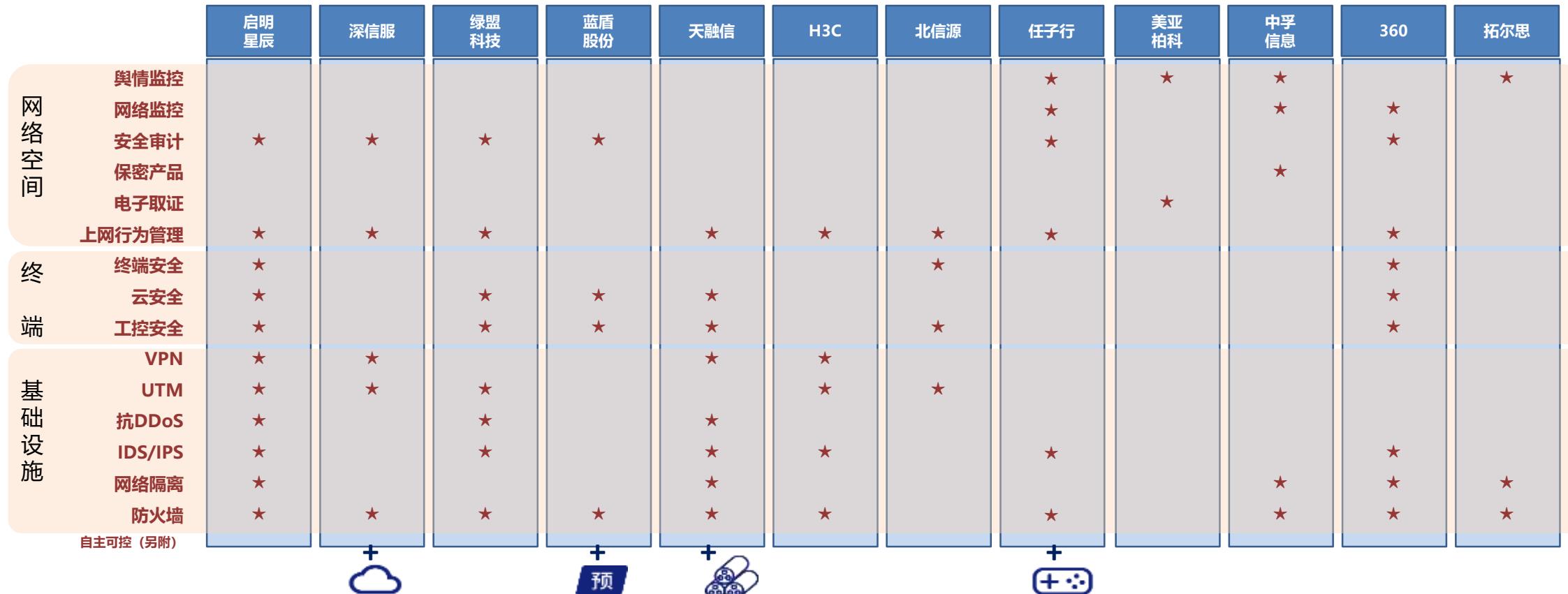
图：商业模式差异化



2.7 企业同质产品，甚至业务领域走向差异化

- 防火墙等基础硬件的起家同质化，后期产品差异化
- 主营业务差异已显现（偏基础、偏网监、偏终端），主营外业务多样化（云、电商、电缆、游戏等）
- 安全企业可在产品深度及行业广度的两个维度发展，方式稀缺，其理论规模也更高

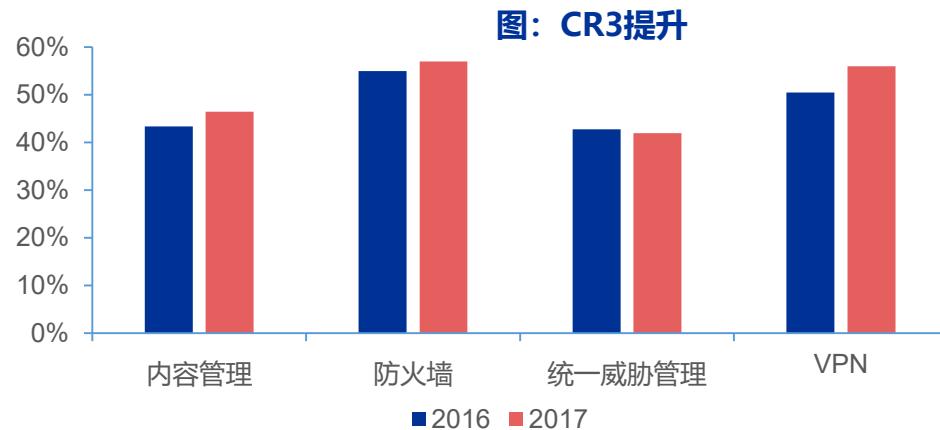
图：业务差异化



资料来源：启明星辰、深信服、绿盟科技、蓝盾股份、天融信、H3C、北信源、任子行、美亚柏科、中孚信息、360、拓尔思官网，申万宏源研究

2.8 每个细分领域都有领军，机会在于成为多领域领军

- 每家公司的起家产品往往市占率最高
- 每个细分领域都有各自的领军公司，未来更大的机会在于多领域领域
- 细分领域中，传统安全硬件CR3逐年提升



资料来源：IDC，申万宏源研究

表：每个领域都有领军公司

	排名1	排名2	排名3	排名4	排名5
防火墙	天融信 (20.28%)	华为 (19.71%)	H3C (17.03%)	网御星云 (12.73%)	迪普科技 (7.07%)
IDP	启明星辰 (24.16%)	绿盟科技 (20.96%)	天融信 (11.23%)	H3C (10.77%)	迪普科技 (6.4%)
内容管理	深信服 (27.48%)	360企业安全 (13.98%)	H3C (5.02%)	symantec (5.41%)	Blue Coat (5.25%)
UTM	网御星云 (15.82%)	深信服 (14.48%)	山石网科 (11.68%)	360企业安全 (13.37%)	华为 (9.13%)
VPN	深信服 (35.29%)	启明星辰 (13.16%)	天融信 (7.51%)	某公司 (0.95%)	华为 (0.56%)

资料来源：IDC，申万宏源研究

■ 360：转让奇安信，实施“大安全”战略

- 三六零4月12日晚间公告称，董事会同意公司对外转让所持北京奇安信科技有限公司的全部股权，涉及股权22.5856%，交易金额为人民币37.31亿元。
- **有利于“360”品牌的完整性和唯一性。**有效解决网络安全市场上多个“360”给客户带来的困扰，增强“360”品牌价值。
- **有助于公司“大安全”战略的进一步实施。**未来360将通过自建、投资、并购等方式布局政企安全。本次交易预计将确认投资收益约人民币29.8亿元，将增厚360在19年的利润，回笼资金将储备用于三六零“大安全”战略拓展，符合公司战略发展需要。

■ 绿盟科技：联想创投和瑞IAB 将退出，公司股权结构正在改善

- 2019年2月10日，公司第一大股东IAB分别与中电基金和网安基金签订协议，转让其持有的1.8933%和7.0009%的股份，公司第二大股东联想投资与中电基金签订协议，转让其持有的4.9967%的股份。中电基金和网安基金为一致行动人。
- 公司在涉密资质的获取以及政府客户的开拓方面将迎来利好。

■ 对行业的影响：A股信息安全公司的机会增加！

- 奇安信需要重建技术和数据基础，三六零也需要在2B/2G领域从0开始积累案例和品牌，它们需要积累时间都较长。
- 安全行业一部分靠融资并购发展，安全龙头公司动作频传或将帮助行业整理加速，强者恒强。

2.10 自主可控实质是安全可控，已形成七大格局

■ 自主可控与信息安全是将“电子-通信-计算机”串联的典型连接者

- 2018年的自主可控产业格局复杂较多，产业上下游延伸是常态，至少七大集团已经形成产业格局。

自主可控至少有七大格局

IT 应用	服务软件	中国软件	太极	紫光	曙光	浪潮软件	海康机器视觉	空缺
	办公/数据软件	中国软件	慧点等			浪潮软件		空缺
IT 系统	数据库	达梦数据库	人大金仓	空缺	空缺	鼎天盛华	空缺	空缺
	中间件	空缺	金蝶中间件	紫光EPOD	空缺	浪潮GSP	空缺	空缺
	操作系统	银河、中标麒麟	普华操作系统	Acadine	VMware 曙光	浪潮云海	?	网安徽微软
IT 设备	服务器	中国长城	空缺	新华三	曙光	浪潮&IBM	海康	浪潮曙光宝德
	存储器	中国长城	空缺	新华三/DERA	曙光	浪潮	武汉存储/联芸	浪潮曙光宝德
CT 设备	网络设备	迈普通信	空缺	新华三	空缺	浪潮思科合作	海康思科合作	三零瑞通
	有线通信	空缺	空缺	空缺	空缺	空缺	空缺	空缺
自主 可控	网络空间治理	空缺	太极	空缺	空缺	空缺	空缺	空缺
	信息安全	空缺	太极	新华三	空缺	空缺	空缺	卫士通/绿盟科技
	芯片	飞腾	国产芯片/x86	展锐/紫光国芯	海光/寒武纪/x86	国产芯片/x86	微影传感/英伟达	三零嘉微等
集团	CEC	CETC-太极股份	紫光集团	中科院-曙光	浪潮集团	CETC安防子集团	CETC中国网安	

资料来源：各公司公告与官网，天眼查，申万宏源研究

2.11 安全可控自小至大，自试点至推广元年



■ 产业节奏加速

- 预计2019H2安可替代将从局部试点走向全面推广。根据公开报道，2018年4月，全国某工作会议（高规格）召开，核心技术是国之重器，推进信息领域核心技术研发和应用。同时考虑外部环境等原因，2018H1是安可项目试点元年，2018H2是试点项目招标阶段，预计2019H1是试点项目实施兑现阶段，预计2019H2安可项目试点阶段完成并将逐步全面推广。

图：安全项目推广时间节点



资料来源：申万宏源研究

■ “替代” 全面启动

- 首次全国范围的关键信息基础设施网络安全检查
- 总书记将我国信息安全现状描述为“谁进来了不知道、是敌是友不知道、干了什么不知道”，亟须摸清家底加强风险评估和防范：
- 1、以查促管、以查促防、以查促改、以查促建
- 2、“检查”全面覆盖党政军及重点行业，由政府向企业延伸
- 3、2019年底前形成阶段性成果
- 4、预计今年更多纲领性文件、实施细则将密集出台，未来行业发展方向非常明确

■ 广阔的市场空间

- 就目前检查反馈情况，“后门”和“漏洞”问题亟待解决，自主可控国产化全面替代势在必行
- 全面覆盖各大行业：
 - **1、国防：换机需求最为迫切；存在至少80万台的换机需求，长期相关平台及配套市场规模超千亿元**
 - **2、党政及事业单位：预计公务员系统每年换机需求约150万台，事业单位系统国产化替代存在超3,000万台的市场空间**
 - **3、特殊行业（重点行业及关键领域）：逾3,000万台市场空间**
- 替代全面涵盖核心元器件、安全可信应用、核心关键技术、终端产品及配套解决方案等互联网核心领域
- 依托CEC集团的新长城是我国现阶段能做到从芯片、整机、操作系统、中间件、数据库、安全产品到应用系统等计算机信息技术各方面完全自主可控，且产品线完整的上市公司

■ 半导体和操作系统是安可工程最核心

- 工信部副部长王江平披露的新工程再次强调要实现关键领域的自主可控。半导体是IT产业巅峰的明珠，海外领先半导体公司技术迭代时间超过40年，国内Phytium（自主研发比例最高）、HAIGUANG（国芯性能最优）是目前最具产业突破可能性两大竞争者。预计操作系统将率先统一产品标准，CEC下的两款Qilin生态逐步完善。

■ 从小安全到大安全，行业逐步过渡到万亿市场空间

- 假设安可项目从试点到全面推开，预计优先满足特殊行业与政府需求，再突破电信、能源、金融等重点行业。仅考虑PC与服务器，我国现有相应用户人数逾200万人，公务员逾700万人，事业单位逾100万个，事业编制逾3000万人，金融、电信、能源等重点行业对应人数逾3000万人，国产替代需求逐步扩散，若延伸到重点行业，预计市场空间逾万亿。



主要内容

1. 等保2.0等多重重磅政策落地

从法律大框架到行业具体指引落地，行业加速明显

2. 竞争格局变化

产品及商业模式差异化逐渐显现，每个领域都有领军

3. 19年投资判断

四大因素加速，未来5年行业复合增速上修至24%

4. 相关标的

5. 科创板安全受理公司一览

3.1 2019-2020大安全加速的四类因素



- 采购周期：2019-2020加速，遵从“五年规律”（18Q2/Q3开始加速，考虑特殊行业影响，增速更佳）
- 政策落地：“等级保护2.0”实施将带来空间大一个数量级
- 驱动力改变：合规与自发需求兼并
- 特殊行业、公安等递延领域恢复迹象明显

图：19-20安全加速因素



资料来源：申万宏源研究

3.2 市场总览：IDC上修未来5年市场复合增速至24%



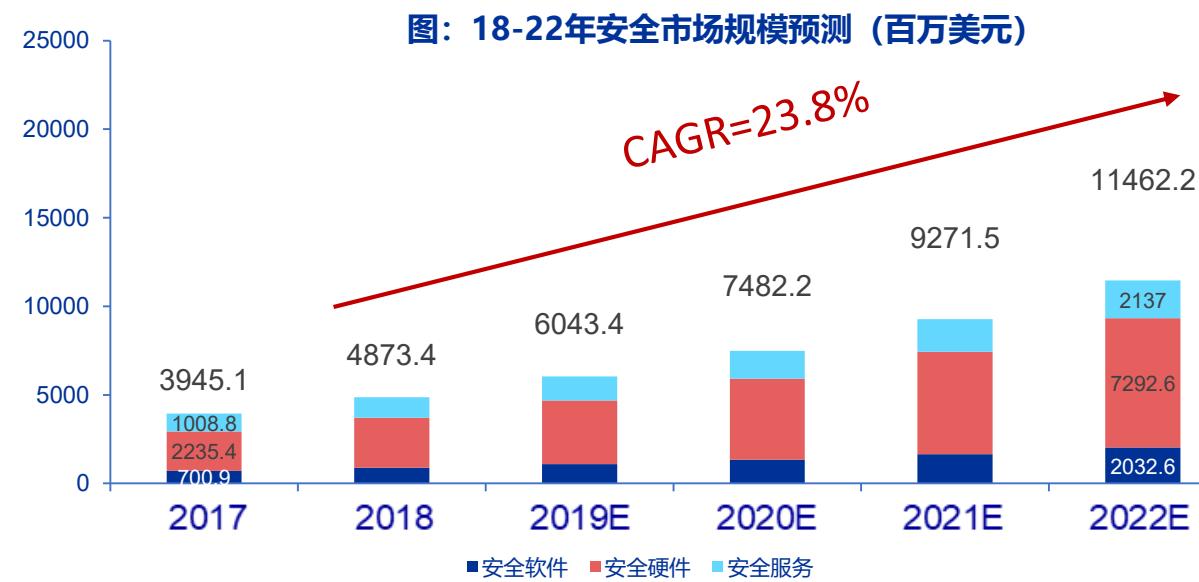
■ IDC上修未来3年行业增速，表示市场环境向好

- IDC对19-21年安全市场预测分别增速由23.5%、22.7%、22.3%**上修为24.0%、23.8%、23.9%**
- **18-22年5年复合增长率将达到23.8%**

图：中国仍以硬件为主

■ 安全硬件占比将持续上升

- 根据IDC预测安全硬件市场占比将由**17年的56.7%上升至22年的62.5%**
- 表明市场仍是补充基础建设为主



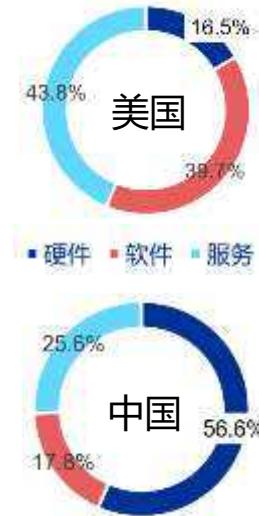
- ▲ 安全软件CAGR 23.7%
- ▲ 安全硬件CAGR 16.7%
- ▲ 安全服务CAGR 16.2%

3.3 防火墙等安全硬件增长不减

■ 安全硬件仍是采购主体（占比将达64%）

- 政府、运营商、金融、交通、教育等行业持续加大对行业云及IT信息系统的建设
- 安全硬件在功能上不断升级，防御能力增强，仍是不可或缺的重要组成部分
- 如[天融信](#)（南洋股份）的防火墙，[启明星辰](#)的IDP等全硬件产品，[深信服](#)的VPN、UTM

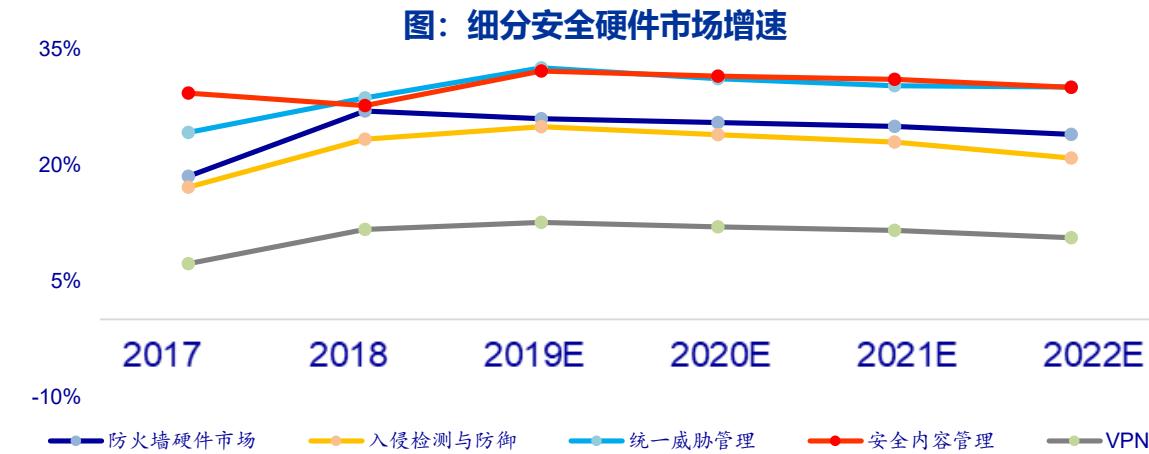
图：中美安全结构差异



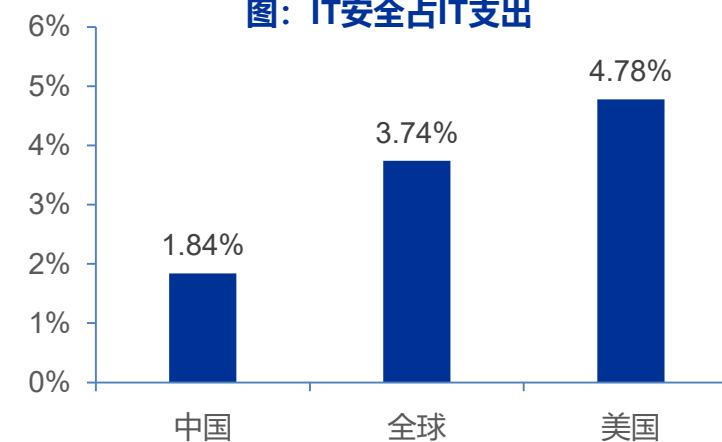
■ 基础硬件仍不足，新兴安全硬件市场高增速

- 防火墙仍保持强劲的增长（未来5年复合增速25.5%）
- 新兴硬件如UTM、内容管理远超行业平均增速达到30%以上

■ 归根结底，仍是中国安全支出严重不足



图：IT安全占IT支出



3.4 安全软件将在舆情、审计等空间治理出现新机会



■ 传统查毒软件日显疲软

- 360开创免费的模式使得中国的C端杀毒软件市场日渐饱和，流量变现也完全差异于国外盈利模式
- 杀毒软件作为B端企业基础配置，部署也基本完成；同时新的产品防护范围更广，兼并杀毒等基础功能

■ 目前态势感知、云安全软件是企业重点投资方向，尤其大型客户

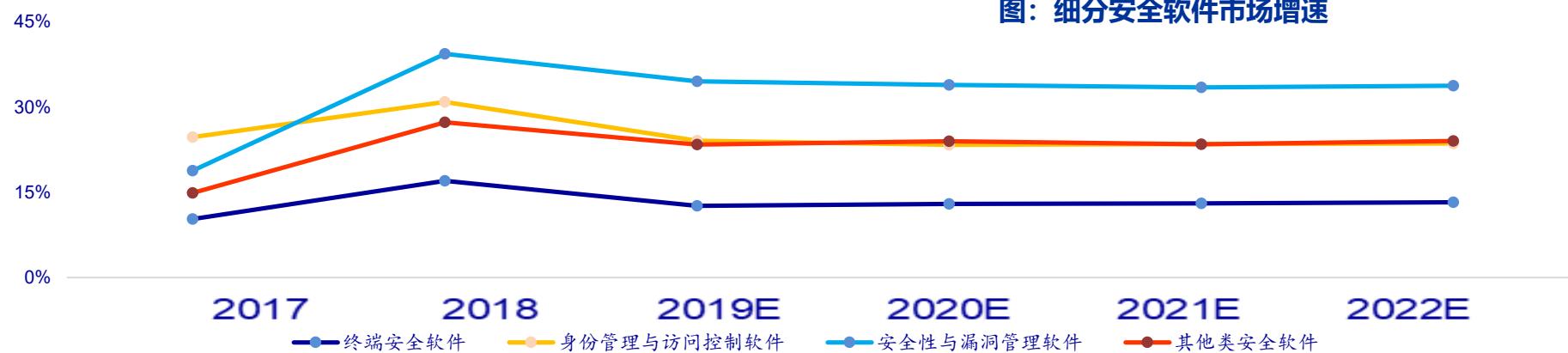
■ 政府、公安等机构对舆情、审计等网络监控出现新需求

- 如美亚柏科的公安大数据，任子行的审计、身份管理等网监管理产品

■ 自主可控的终端驱动审计、身份认证等产品爆发增长

- 如北信源的主机审计、安全鉴别产品，中孚信息的三合一产品

图：细分安全软件市场增速



3.5 安全服务部分政府企业先行

■ 发达国家非常认可，中国部分政府、央企、国企率先采用

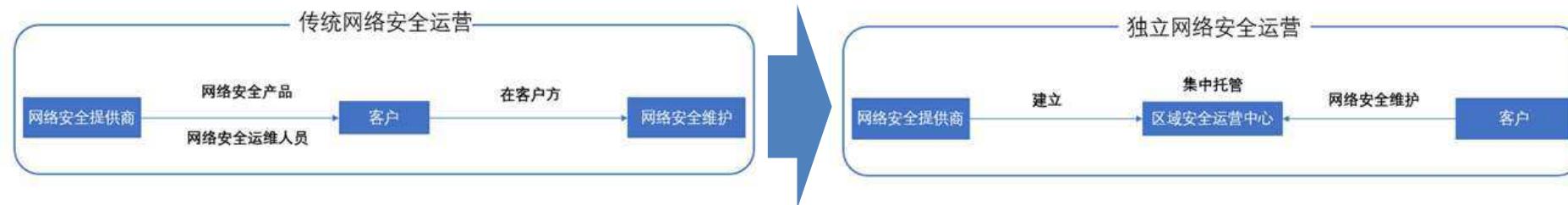
- IT架构复杂化，服务的依赖性更高，对于服务提供商利润空间更大
- 尤其在公有云、行业云高速发展的背景下，企业安全将更为依赖专业化的安全服务
- 部分政府、央企、国企率先尝试，如整体安全运维、城市级运营中心服务

■ SECaaS最先利于中小企业投入和部署

■ 服务有助于提高行业也集中度

- 中国特有的招标模式，对单个产品进行单独招标以防止一家独大，使得竞争格局分散，也难以形成立体联动防御
- 当前的产品采购模式正逐步向安全运维模式过渡，并且高壁垒决定了行业竞争格局走向集中
- 如启明星辰的城市安全运营

图：城市安全运营的服务模式



资料来源：启明星辰官网，申万宏源研究

3.6 国产化加速，自主可控迎来良机



■ 安全产品国产化渗透率较高

- 防火墙、入侵检测防御、内容管理、统一威胁管理国产化分别占比81%、83%、58%、75%

■ 贸贸易战或成最大催化剂

- 特朗普发起贸易战，名为贸易保护，实则害怕中国科技崛起
- 2018年3月美国加征关税，4月中兴受到限制，8月新增对44家企业列入出口管制清单，10月对福建晋华采取限制出口措施，11月出台出口管制提案预告，直捣AI技术、AI芯片、机器人、量子计算等14项正在蓬勃发展的新兴技术。可以看出，美国分别从“进口加税”、“出口限制”限制中国高科技发展。部分政府、央企、国企率先尝试，如整体安全运维、城市级运营中心服务

■ 国产服务器进入采购名录验证进程加速

- 5月17日发布《2018-2019年中央国家机关信息类产品（硬件）和空调产品协议供货采购项目征求意见公告》，服务器的采购类别首次增加国产芯片服务器，并详细规定了型号等参数

■ 各领域自主可控初见端倪

- 服务器：申威、飞腾、海光等
- 操作系统：中标麒麟等
- 系统集成：中国电科（太极股份）等

主要内容

1. 等保2.0等多重重磅政策落地

从法律大框架到行业具体指引落地，行业加速明显

2. 竞争格局变化

产品及商业模式差异化逐渐显现，每个领域都有领军

3. 19年投资判断

四大因素加速，未来5年行业复合增速上修至24%

4. 相关标的

5. 科创板安全受理公司一览

■ 网安绝对龙头，产品线齐全，研发布局安全新领域

- 重点布局关键基础设施安全、工控安全、云安全等新兴领域，利润空间更高

■ 发展进入下一阶段——服务模式

- 最专业的安全服务是政府、大型企业核心需求；Security-aaS收费模式平滑季节性与现金流；引入更多的合作伙伴，包括政府、国企、区域合作伙伴
- 由政府辐射周边企业，政府背书，企业采购，拓展客户，订单触角纵深化
- 可转债过会，城市安全运营资金保障到位
- 根据可转债预案，募投的四个城市安全运营正式运营后预计年均9.6亿元销售收入，3.63亿元净利润，净利润率高达40%（17年净利润率为12%）

■ 新增多个乐观信号，根据“五年规律”，下游采购加速

- 根据“五年规律”，2019-2020年下游采购加速，尤其特殊行业。

■ 准确定位细分领域，“减法+加法”差异化战略正确

- “减法”在前沿细分领域深入，避开巨头竞争；“加法”从更多前沿细分市场做到第一，扩大业务增长领域，实现公司业务的整体增长

■ 安全产品领军

- VPN连续8年成为中国市场占有率第一（17年市占率42%），上网行为管理连续9年成为市场第一，应用交付连续3年市场第一。同时，6款产品进入Gartner 国际魔力象限

■ 超融合超行业两倍增长

- 2015H1公司市占率3.3%，2016年占比7.3%，2017年上升至12.8%。2017年中国超融合市场增速115.3%，公司同比增长276.5%，**超越行业两倍增长**

■ 从超融合到云，是更大的舞台

- 深信服提供**企业云、桌面云、分支云**“三朵云”整体解决方案。应用场景涵盖数据中心，包含私有云、混合云、行业云，同时可以承载核心数据库、ERP、财务系统、生产系统等企业关键业务应用

4.3 纳思达：利润四年CAGR 34%的打印机自主可控的追求者



- 预期差主要体现在对公司长期成长性、壁垒与短期财务负担的扰动的认识上
- 芯片：立足耗材芯片，拓展打印机主控芯片及通用MCU
 - 芯片是办公设备领域重要的信息泄密源头之一，耗材芯片自主可控势在必行。
- 耗材：兼容耗材国内龙头，稳健增长
 - 耗材市场呈现两个特点：全球市场增速低，其中中国相对较高；硒鼓增速高于墨盒。我们认为未来有几个发展趋势：1) 市场规模平稳，中国市场略有增长（3%左右）；2) 通用耗材占比将提升（目前占比20%）；3) 激光打印机占比提升带来硒鼓出货占比提升。耗材的行业集中度在不断提升，公司兼容耗材市占率已成为全球第一，并且在不断整合行业的过程各种，拓展原装耗材业务，匹配自产打印机产品。
- 整机：打印机业务，收购海外高端品牌“利盟”，托管大股东“奔图”，受益于国产化趋势
 - 公司收购利盟2016年底交割，2017年出售亏损ES业务，2018年进行人员重组调整等，整合顺利，2019年开始利盟经营逐步正常化。长期看，公司意在成为国内第一，全球前三的打印机品牌，目前利盟与奔图已有部分合作机型推出市场，未来在中国市场二者的协同作用将逐步显现。
- 战胜诸多制约因素，2018年预告净利润表现出色。
 - 1) 公司当前的成长增量包括业务种类的增加(打印机、打印机芯片、打印机耗材)及其各市占率的变化。成长扰动包括管理整合、大股东借款财务费用、总部费用、股权激励费用、折旧摊销、美元负债。由于以上因素并非经常性，不妨观察长期，例如2022年。2022年后的收入/利润/现金流较为平稳，而2018-2021年有诸多非经常因素。2) 预计2022年，总利润约32亿元人民币，其中整机合计16.7亿元、耗材及打印芯片合计15亿元。3) 2018年，美元负债/摊销负担（预计合计2.37亿美元负担）制约净利润，大股东借款/总部费用/激励费用（预计合计3.3亿元）也制约净利润。但依据已经预告净利润9.71亿元，超越当时普遍预测的6-7亿元，这是明确的经营利好信号。

4.4 美亚柏科：国内电子数据取证领域绝对领军



■ 美亚柏科是国内电子数据取证领域绝对领军、网络空间安全与信息化专家

- 从大数据和公共安全行业切入，在公安大数据领域积累深厚Know-how。
- 从纵向、横向、侧向三维度，讨论电子取证向不同层级、部门、行业扩展形成持续增长，扩展后国内取证市场规模实际将达百亿级。

■ 培训带动销售，并积累行业Know-how，学员培训超过9万人次

- 截至2018年底，美亚信息安全学院已举办培训班两千余期，协助客户培养网络安全人才9万人次。2018年公司成立了业务支撑委员会，下设培训服务组和技术支持组。其中，技术支持组拥有一支300多人的专业技术支持团队，提供7*24小时技术支持服务美亚柏科在国内电子数据取证行业市占率近50%，向不同层级、部门、行业扩展。目前我国行政区划1636个区县渗透率均低；2013年开始向多警种一次渗透，2019年刑侦实验室是突破重点；向税务、工商、海关等不同行业二次渗透。

■ 对标Palantir，大数据“能力圈”拓展是公司成长关键

- Palantir初期定位反恐，面向国防安全与情报机构；其后，政府背书，开始向金融关键领域渗透；第三步，外延积极并购，大数据扩展至大众领域。美亚柏科“城市大数据”、“美亚大脑”平台已经证明公司基于大数据平台的能力、AI能力，且已将业务延伸至征信、网络电子身份监管、食品安全等民生领域，未来从to G、to B到to C，赋予大数据信息化广阔想象空间。

■ 引入国投智能战略投资，股份转让完成后，国投智能持股15.79%，持有表决权22.59%

- 2019年3月26日，原公司控股股东、实控人及主要股东等与国投智能签署《股份协议转让意向书》，国投智能将成为公司控股股东、实际控制人。同时，转让协议规定，管理团队不发生重大变化，公司灵魂人物滕达仍为董事长，预计央企背景+民营治理活力叠加助力公司新成长。

4.5 紫光股份：聚焦“云—网—端”整体产业链布局



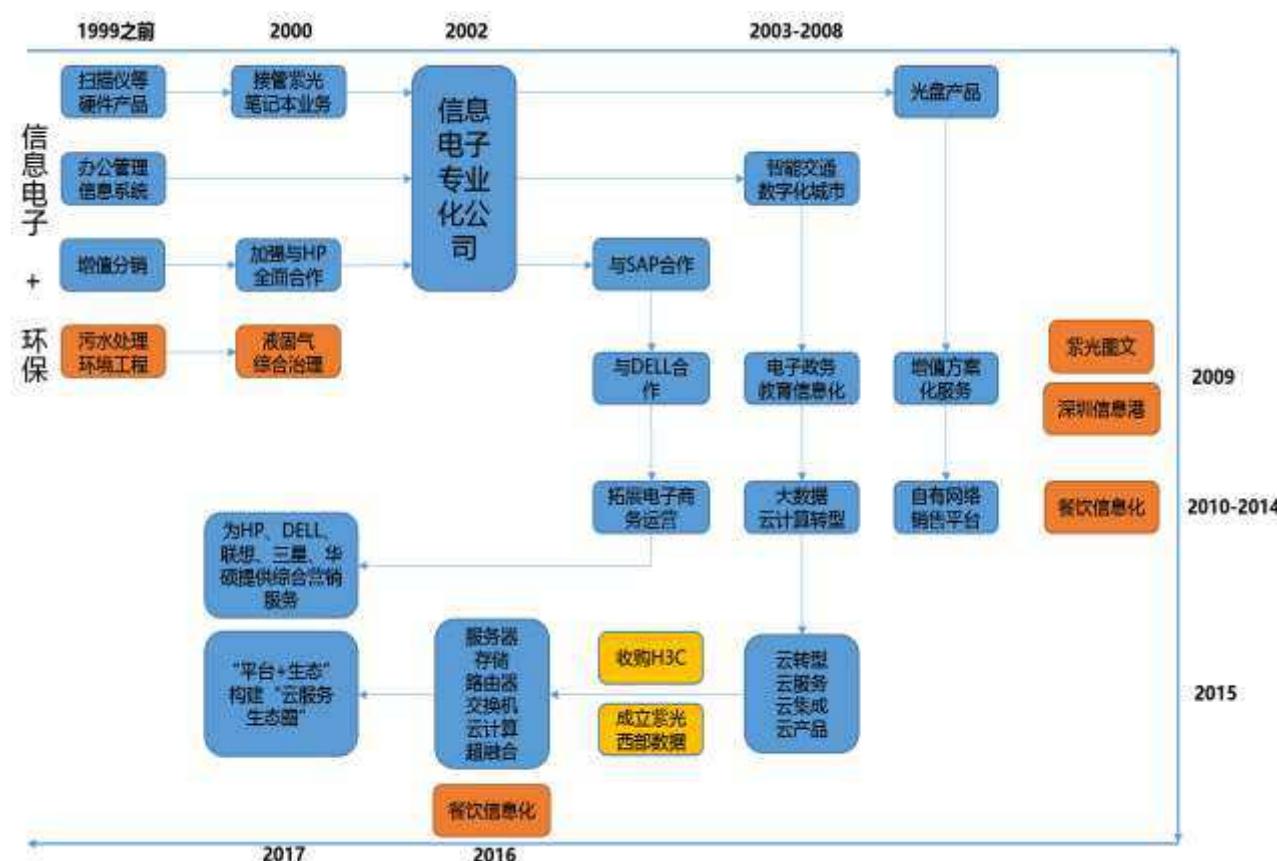
■ 公司核心业务基本覆盖IT服务重要领域

- 硬件方面提供智能网络设备、存储系统、全系列服务器等为主的面向未来计算架构的先进装备。软件方面提供从桌面端到移动端的各重点行业的应用软件解决方案。技术服务方面涵盖技术咨询、基础设施解决方案和支持服务。
- 包括基于ARM技术的通用处理器芯片、存储控制芯片、交换芯片、自主研发的安全可靠操作系统、数据库、系统终端等。

■ 公司核心业务基本覆盖IT服务重要领域

- “云服务”战略分为三个层次：云计算基础设施建设服务、云计算行业应用解决方案服务和云计算平台化服务。正在从传统软件和信息技术服务商向云服务提供商迈进。

图：紫光股份历史发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

■ 太极股份自硬件、系统和硬件的云格局不逊色于A股同行。

- 我国电子政务概括为“两网一站四库十二金”，太极股份在其核心系统或总集成的业务执行优势明显。

■ 依托15所组件太极子集团，融合15所优质资产和盈利能力

- 子集团暂定注册资本金为10亿，在中国电科子集团中级别很高。
- 十五所2015年收入为77.8亿，当年太极股份收入为48.29亿，太极股份将作为中电太极经营发展资本运作的板块上市平台和推动军民融合发展的产业化平台。
- 军民融合是重要整合方向。

■ 多因素体现2019年行业红利到来

- 政府IT投入五年规划中，19/20年将是高投入阶段。太极客户主要是重大部委，发达地区（明显例子就是雄安新区），订单确定性强。
- 计算机投资强调国家IT意志。太极背靠中国电科，是政务云领域最纯正国家队。
- 其他催化剂：估值低位（历史对比、同行对比）、国企改革预期（过去两年无动作）、军工资产整合（2018年太极子集团设立）。

■ 网吧信息安全审计管理系统起家，完善信息安全部业务

- 公司业务线分为网安业务群和网娱业务群两大板块，网安业务群主要包括公安事业部、信安事业部、网安事业部和全资子公司北京亚鸿，网娱业务群主要包括三家全资子公司
- 强化传统安全业务，网络安全、信息安全、网资管理增速显著

■ 网络空间安全进展显著

- 在网络基础资源大数据治理方面，公司已为25省的通信管理局、18省中国联合通信有限公司及其分支机构、19省中国移动通信集团公司及其分支机构、6省中国电信集团公司及其分支机构、14省中国铁通集团有限公司及其分支机构、1300余多家IDC/ISP企业提供互联网信息安全综合管理解决方案，在流量覆盖和市占率方面处于国内领先地位。

■ 公司聚焦安全，外延游戏业务为公司提供稳定利润来源

- 公司在 2017年报中披露将聚焦和强化网络安全业务

■ 布局国产自主可控，终端信息安全部领先地位稳固

- 三款国产化安全产品（北信源主机审计与监控系统、北信源身份鉴别系统以及北信源旗下景云网络防病毒系统）分别入选第一期国产化信息产品《适配名录》，
- 主机安全产品线已经覆盖国产化、虚拟化、移动、工控等终端类型

■ 打造自主可控安全聚合通道

- 公司在 2017年报中披露将聚焦和强化网络安全业务
- 全力打造的“新一代互联网安全聚合通道-信源豆豆Linkdood”，即时通信为基础的安全可信聚合平台
- 信源豆豆还填补了企业安全通信聚合平台的空白，安全性高、私有化部署

■ 中科曙光在高性能计算领域位列前茅。

- 2016年中国HPC TOP100榜单的前十名中，曙光占比最高。按照厂商系统数排名，曙光和联想以34套系统并列第一，且曙光、联想、浪潮三家占总系统份额的87%

■ 硬件自主可控最难点在于芯片的自主可控，牵手AMD加速服务器自主可控

- Intel 2017H1毛利率达到61.72%，体现芯片厂商在服务器产业链中的地位。
- 天津海光X86芯片进展顺利，近期曙光开始在昆山建厂，计划100万台的安全可控服务器，推测X86国产化将大概率成功
- 与寒武纪合作，AI芯片解决人工智能算力问题。

■ 多因素共振下长期逻辑逐步兑现

- X86芯片国产化、人工智能算力需求、存储低端转向中高端、云服务将在19年持续驱动公司业绩爆发

4.10 浪潮信息：服务器领军地位凸显，增长确定性高



■ 欧美国内市场销售双向好，2018营收高增60%-70%确定性强。

- 在国外成为苹果、亚马逊、西门子的数据中心的供应商，国内阿里、腾讯服务器供应商地位进一步巩固，收入高增长性确定性高。

■ 短期+长期四因素催化盈利能力边际改善

- 短期因素：内存价格上升趋势减缓、AI服务器占比提升（毛利率高出X86近1倍）长期因素：芯片内存国产替代、竞争者减少后杀价缓解。

■ 2018年股权激励方案推出，行权条件对盈利能力做出具体要求。

- 行权条件对营收增长与净资产收益增长率做出具体要求，进一步确认了公司未来三年盈利能力改善可能性。

4.11 中国长城：自主可控计算生态系统构建完成



■ 公司是唯一主业定位于网络安全与信息化的电子类央企

- 公司定位于“新型显示、信息安全、信息服务”三大系统工程，协同发展“新型显示、网络安全与信息化、集成电路、高新电子、信息服务”五大业务板块。

■ 公司构建完成的生态系统，形成完整的自主可控计算

- 包括基于ARM技术的通用处理器芯片、存储控制芯片、交换芯片、自主研发的安全可靠操作系统、数据库、系统终端等。

■ 中国电子根据国家战略的定位，重大资产重组，将新长城打造为中国电子信息安全重要平台。

图：新长城打造为中国电子信息安全重要平台



资料来源：中国长城公告，申万宏源研究

■ 国内领先的CA机构

- 公司是领先的网络安全解决方案提供商，坚持“共建可信任的数字世界”的企业愿景、以“提供高品质的网络安全服务，帮助用户构建安全可信的网络空间”作为公司使命，始终致力于保障用户信息基础设施安全可靠运行、保护用户信息化业务安全可信开展、保卫用户数字资产。公司面向全国客户提供电子认证服务、安全集成、安全咨询与运维服务，并在政务、金融、医疗卫生、电信、教育、交通等领域建立领先优势。报告期内公司业务持续稳定增长，2018年营业收入同比增长28.45%。

■ 一体化的网络安全解决方案

- 公司是国内为数不多的既可以保障用户信息系统可靠运行，又可以保护业务可信开展，还可以保卫用户数字资产安全的综合性网络安全解决方案提供商，能结合客户业务信息系统特点，将公司自有产品、第三方信息系统和网络安全产品有效集成到用户业务系统中，为不同行业客户提供全方位一体化的网络安全解决方案。公司通过收购密码终端安全解决方案提供商，有利于公司形成终端密码设备和后端服务器的整体密码解决方案，为用户构建“软硬一体、前后协同”完整的密码技术生态系统。

■ 公司2018年实现营业收入6.68亿元，归母净利润8646万元，近五年营收与归母净利润CAGR分别为20%和16%

- 公司在卫生、金融、企业信息化行业的业务均持续稳定增长。借助强大的营销网络，快速复制推广成熟解决方案。2018年随着外地信息化建设提速，公司网络安全解决方案在外地市场得以有效落地，公司各个区域业务均取得持续稳定增长，其中华南、华中、东北、西部区域业务收入同比增长均超过40%。充分发挥公司作为北京市网络安全基础设施的作用，积极参与北京市网络安全建设，承担了北京市城市副中心网络安全建设工作。四是公司积极提升管理水平，以业务开拓为出发点，优化公司流程，推进各项制度有效落地，激发各职能部门活力，为公司业务的开拓提供有力保证。

■ 国内领先的PKI企业

- 公司研究开发的 PKI 系统主要由数字证书认证系统（CA）、证书注册系统（RA）、密钥管理系统（KM）、目录服务系统（LDAP）及在线证书状态验证系统（OCSP）等核心部分组成。公司的产品和技术已为政务、金融、军工、企业重要信息系统提供安全支撑与保障，参与承建了我国多个第三方数字认证中心系统，并在电子商务、互联网网络实名、金融电子支付、云计算平台、虚拟化、移动互联网、智慧城市等领域的业务安全方面发挥作用。
- 一体化的网络安全解决方案
- 公司是国内为数不多的既可以保障用户信息系统可靠运行，又可以保护业务可信开展，还可以保卫用 户数字资产安全的综合性网络安全解决方案提供商，能结合客户业务信息系统特点，将公司自有产品、第 三方信息系统和网络安全产品有效集成到用户业务系统中，为不同行业客户提供全方位一体化的网络安全 解决方案。公司通过收购密码终端安全解决方案提供商，有利于公司形成终端密码设备和后端服务器的整体密码解决方案，为用户构建“软硬一体、前后协同”完整的密码技术生态系统。

■ PKI技术是信息安全行业的核心技术之一，亦是电子政务与电子商务等安全应用领域的关键基础技术。

- 目前，我国PKI产品被广泛应用于电子政务、电子商务、电子银行等相关领域，通过实现身份认证与访问控制等功能，以保障访问安全站点、发送电子邮件、网上证券交易、网上招投标、网上签约、网上办公、网上缴费、网上税务、网上银行等网络信息传输与相关应用的安全。未来较长时期内，我国政府部门、军队和军工、金融机构、大中型企事业单位仍将继续保持对信息安全产品尤其是PKI产品的旺盛需求，在信息安全体系建设上不断增加资金投入。



主要内容

1. 等保2.0等多重重磅政策落地

从法律大框架到行业具体指引落地，行业加速明显

2. 竞争格局变化

产品及商业模式差异化逐渐显现，每个领域都有领军

3. 19年投资判断

四大因素加速，未来5年行业复合增速上修至24%

4. 相关标的

5. 科创板安全受理公司一览

5.1 安博通：国内领先的网络安全服务提供商

■ 网络安全产业链中的上游供应商

- 安博通于2007年设立有限责任公司，2016年变更为股份有限公司，目前股权结构为：



- 公司定位为网络安全产业链中的上游供应商。在战略上选择“被嵌入与被集成”，以合作的模式将安全软件与服务提供给各大产品厂商与解决方案厂商，由合作伙伴交付给政府与企事业单位等最终用户。

■ 客户涵盖行业内众多知名产品与解决方案厂商

- 公司把业务聚焦到自身擅长的技术研发领域，整合网络安全产业上下游资源，与客户协作分享产业链利润。公司积累了一大批行业内知名客户，包括华为、新华三、启明星辰等知名产品与解决方案厂商。

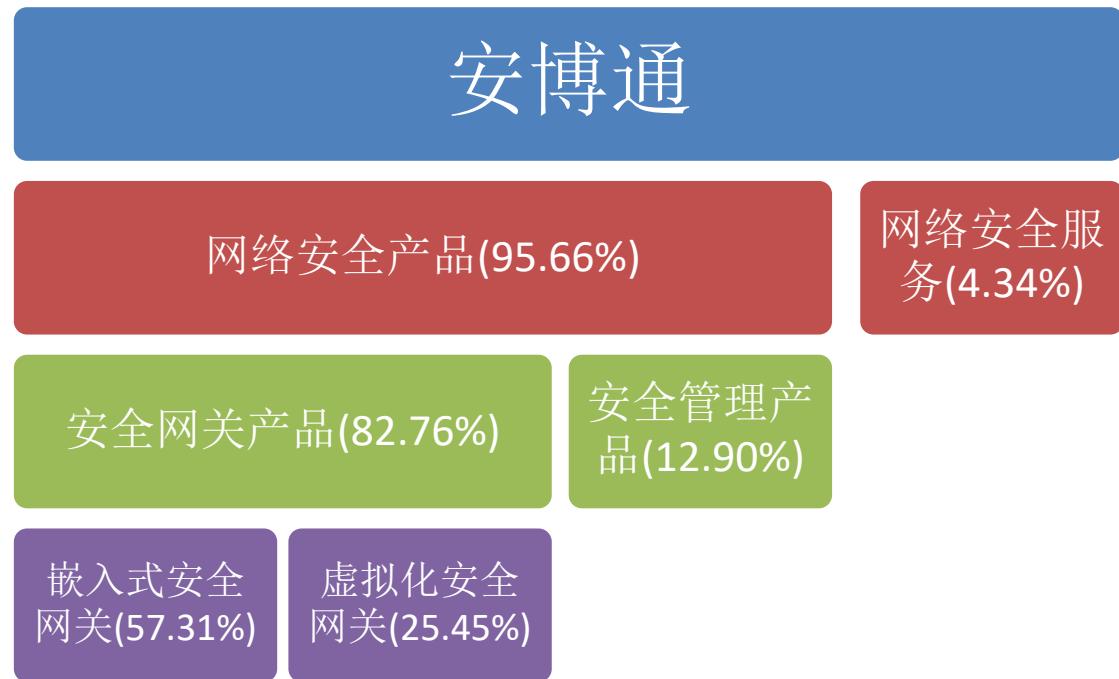
■ 自研ABT SPOS平台发展历程



5.1 安博通：国内领先的网络安全服务提供商



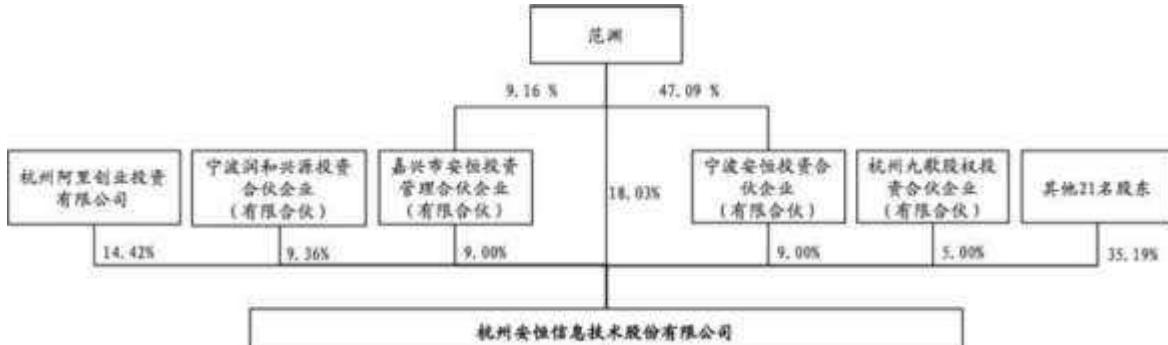
■ 以自主研发的网络安全系统平台 ABT SPOS 为基础



5.2 安恒信息：信息安全领域后起之秀

全生命周期解决方案提供商

- 安恒信息于2007年设立有限责任公司，2017年变更为股份有限公司。目前公司的股权结构如下：



- 公司围绕**数据风险**，凭借**云计算、大数据及物联网**等新技术，实行事前预警、事中防御、事后溯源的全生命周期解决方案。

产品布局

- 网络信息安全基础产品47.89%（网络信息安全防护产品、网络信息安全检测产品）
- 网络信息安全平台22.90%（云安全、大数据安全、物联网安全）
- 网络信息安全服务25.44%（SaaS云安全、专家服务）



5.2 安恒信息：信息安全领域后起之秀

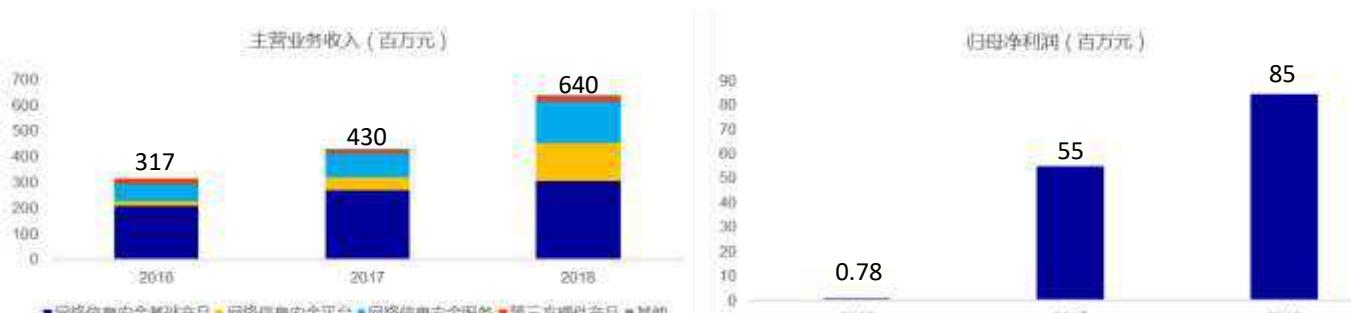
■ 公司竞争对手/潜在竞争对手

- 360 企业安全、绿盟科技、深信服、蓝盾股份、迪普科技、北信源、任子行。

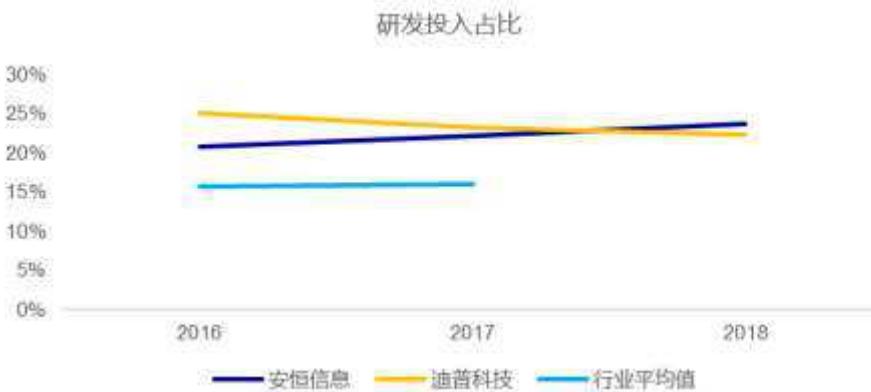
■ 公司具有竞争力的产品目前主要为网络信息安全基础产品

产品名称	2017年度		2016年度		数据来源
	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名	
Web应用防火墙	16.7%	2	-	-	Frost&Sullivan
数据库审计与风险控制系统	7.2%	2	4.4%	4	赛迪顾问
运维审计与风险控制系统	-	-	14.50%	3	赛迪顾问
Web应用弱点扫描器、远程安全评估系统	14.70%	3	-	-	赛迪顾问

■ 主营业务收入及归母净利润



■ 公司目前仍处于业务快速发展期，规模仍然较小，资金实力较弱，但公司在重点领域加大研发投入，以保持和提升公司在行业的领先地位。



注：行业可比公司取迪普科技、绿盟科技、启明星辰、深信服、蓝盾股份、北信源、任子行

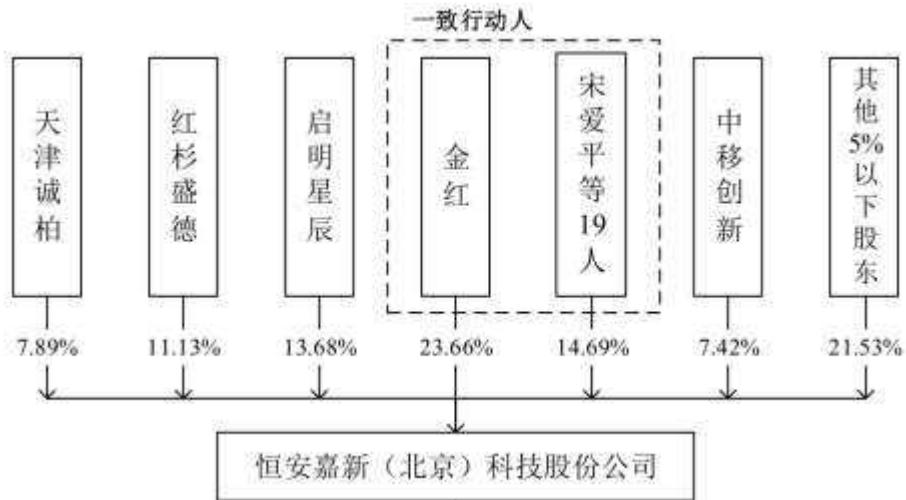
■ 平台收入快速增长；毛利率略高于行业平均，处于行业中间水平



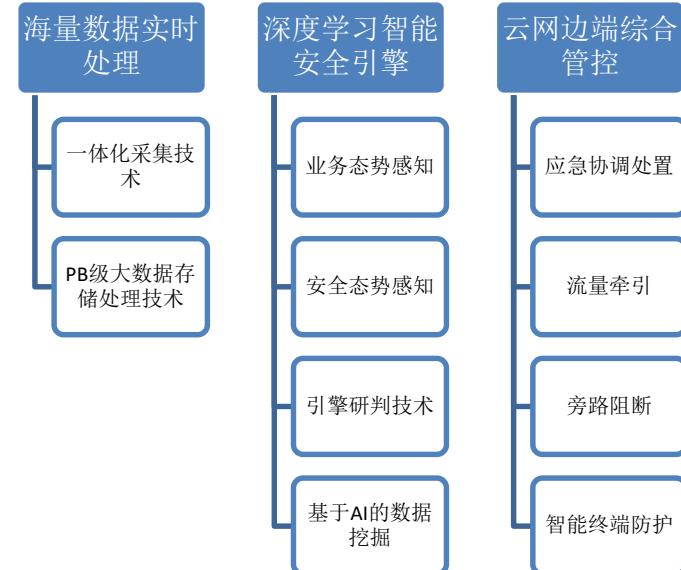
5.3 恒安嘉新：“云-网-边-端”领先网络安全厂商

通信网安全领军

- 恒安嘉新于2008年设立有限责任公司，2017年变更为股份有限公司。目前公司的股权结构如为：
- 公司专注于互联网和通信网安全领域，主要客户是电信运营商、安全主管部门等政企客户。



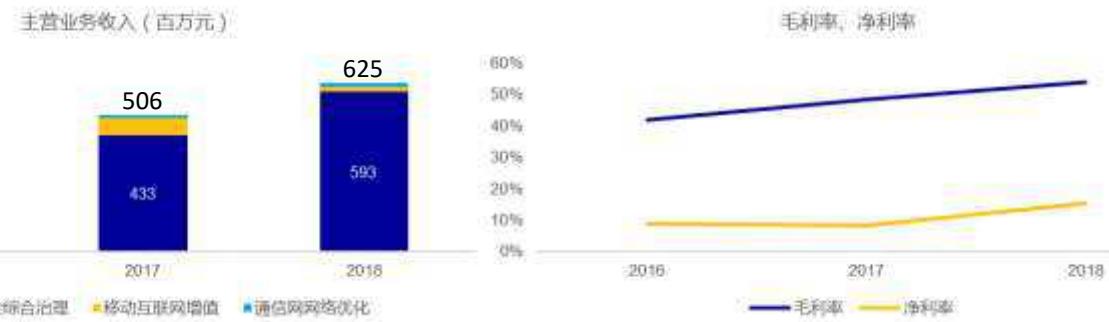
自主研发核心技术



主要产品已广泛应用于三大运营商

产品	中国联通	中国移动	中国电信
移动互联网恶意程序防护产品	集团/15省分公司	集团/13省分公司	集团/25省分公司
互联网僵尸木马蠕虫防护产品	10省分公司	1子公司/24省分公司	集团/22省分公司
IDC安全管理产品	14省分公司	7省分公司	19省分公司
通信网数据采集分析产品	11省分公司	12省分公司	-

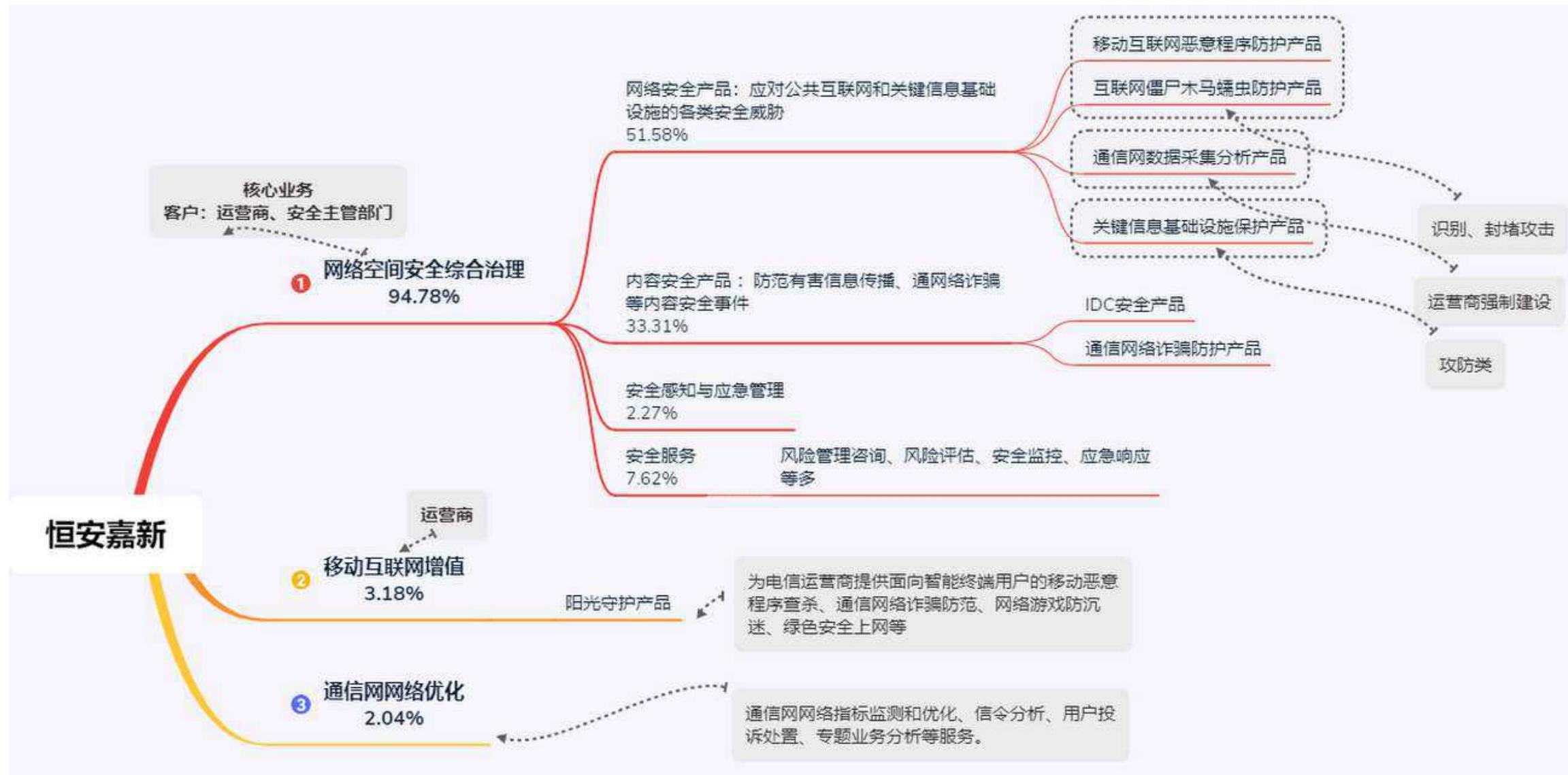
营收增长和毛利率净利率



公司在运营商网络主要节点布局情况



5.3 恒安嘉新：“云-网-边-端”领先网络安全厂商



5.4 山石网科：网络安全领域前沿技术的创新者



■ 专注于网络安全领域

- 山石网科于2011年设立有限责任公司，2018年变更为股份有限公司。目前公司的股权结构为：



- 提供包括边界安全、云安全、数据安全、内网安全在内的全方位网络安全解决方案。客户涵盖政府、金融、电信运营商、互联网、教育、医疗卫生等行业。

■ 主要竞争对手

- 国内：华为、360企业安全、天融信、深信服、迪普科技、启明星辰、绿盟科技、新华三。
- 海外：Palo Alto Networks, Inc., Fortinet, Inc., Check Point, Cisco Systems, Inc., Juniper Networks Inc.

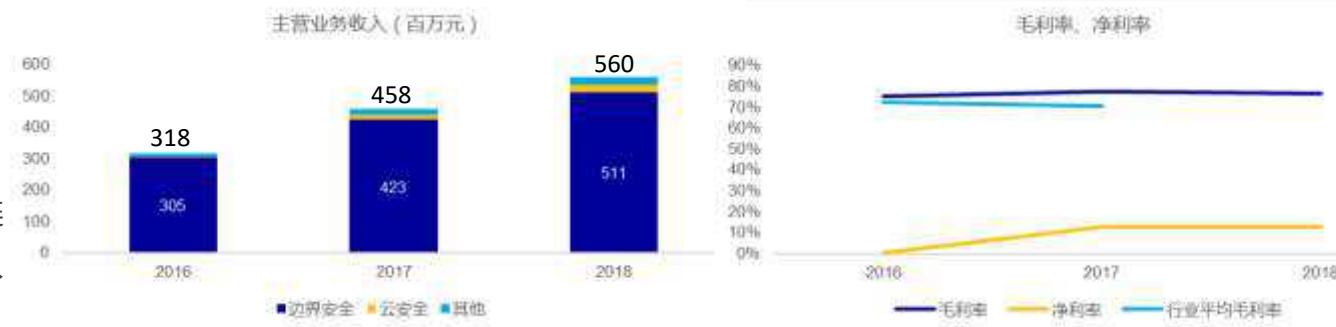
■ 品牌形象良好

- 连续五年入选Gartner的“企业级防火墙魔力象限”、“UTM魔力象限”；连续两年入选Gartner的“IDPS魔力象限”，与Cisco成为全球唯一两家同时入选三个魔力象限的厂商。

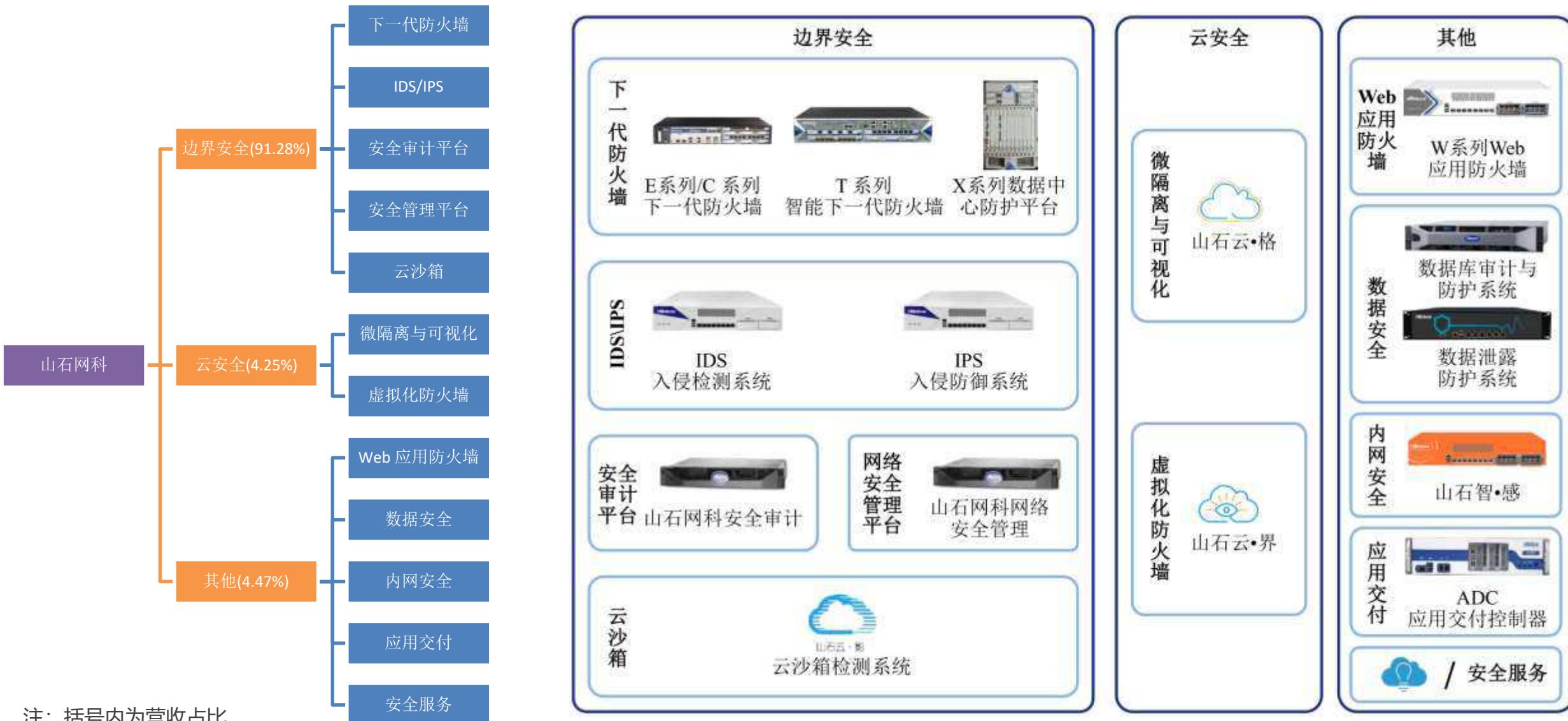
■ 公司覆盖的安全产品



■ 营收增长和毛利率净利率



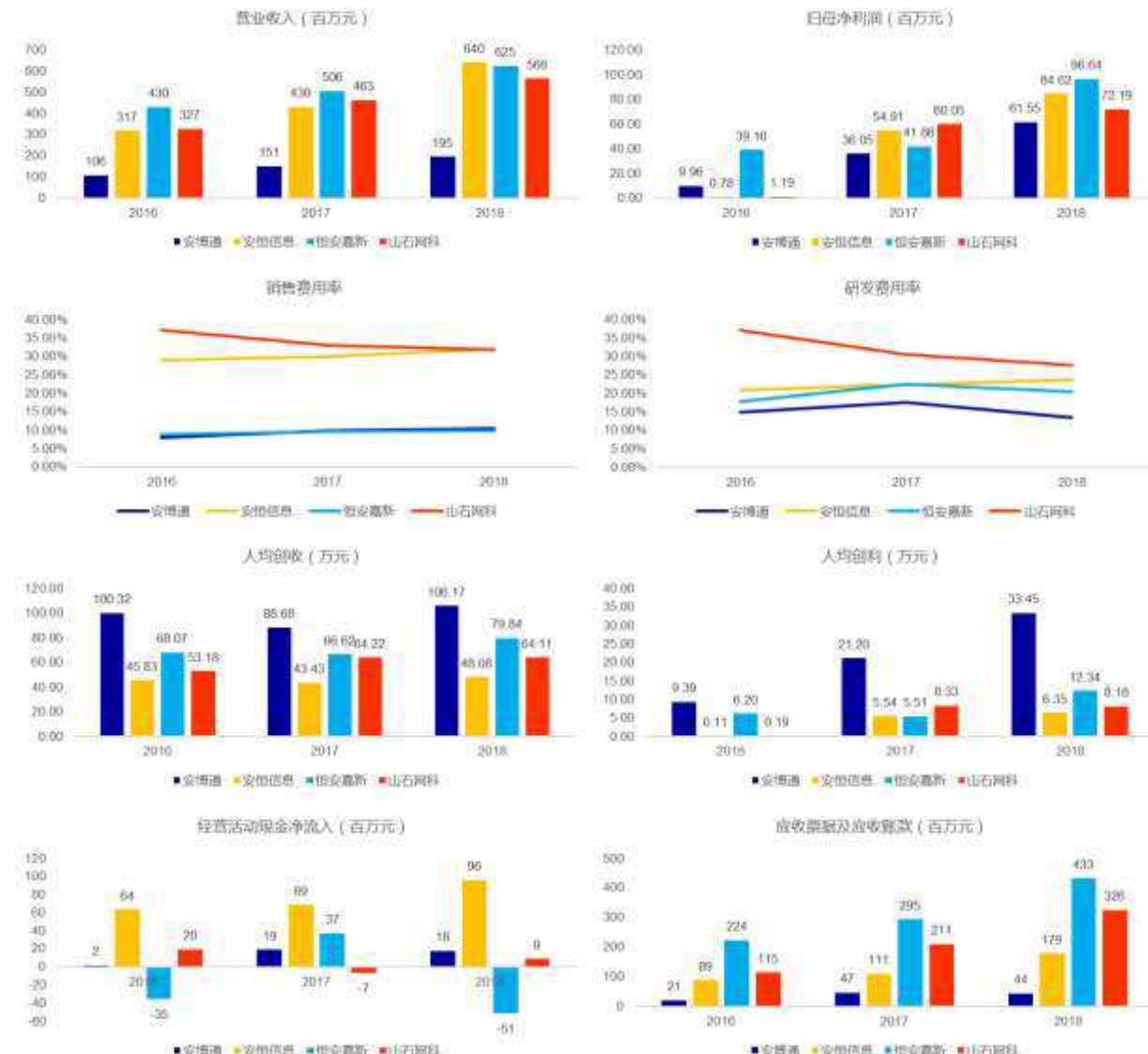
5.4 山石网科：网络安全领域前沿技术的创新者



注：括号内为营收占比

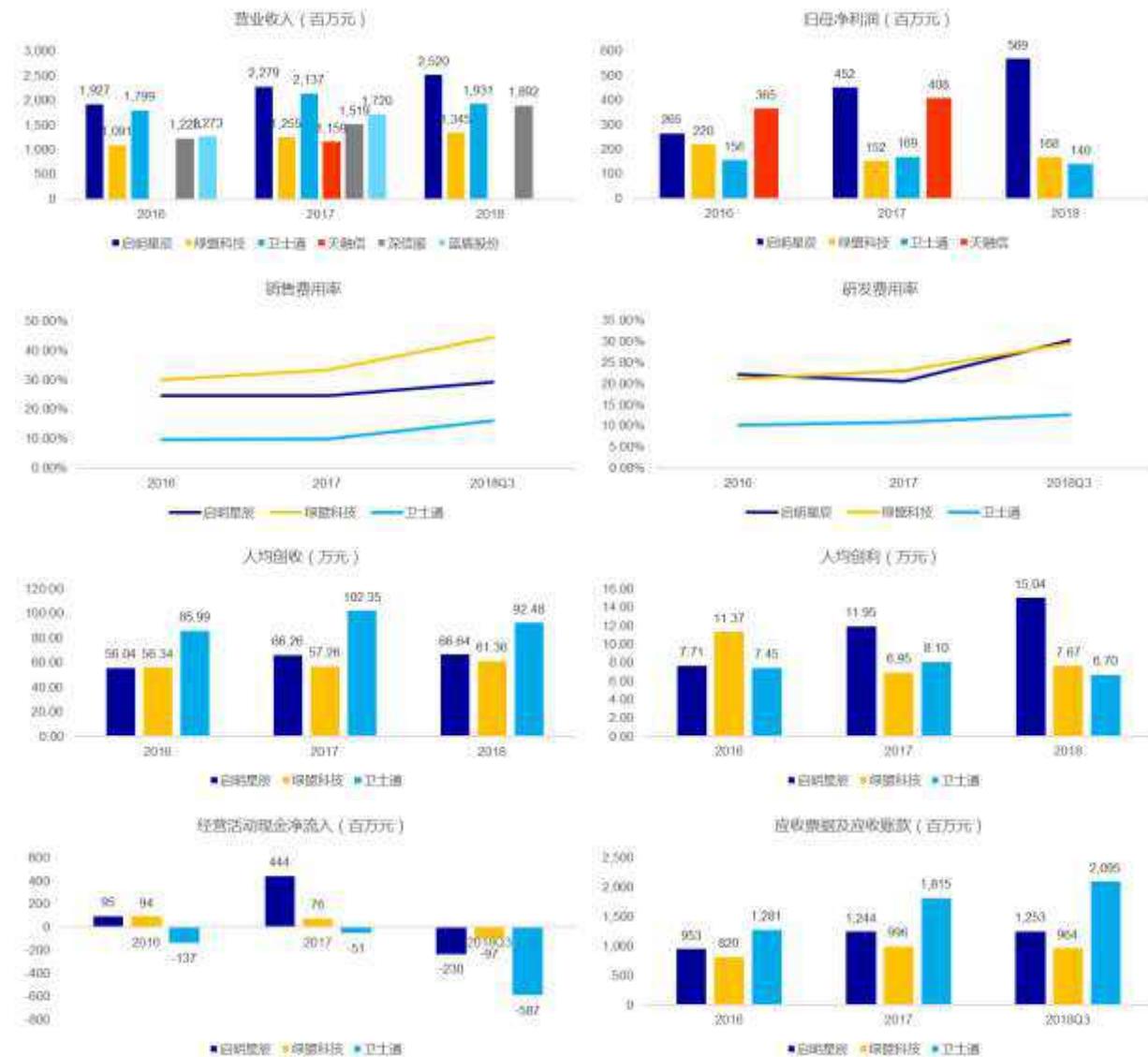
5.5 4家科创板安全受理公司财务数据对比

- 16-18年安恒信息营收复合增速最快(42.20%)，后来居上；
- 恒安嘉新18年净利润增长130.89%名列第一。
- 安恒信息、山石网科销售费用率超30%。与安恒信息营收高增一致，但山石网科营收增速相较而言并不出众。
- 16-18年研发投入占总收入比重均超过15%，山石网科超30%。
- 安博通人均创收、人均创利一直稳居第一。
- 恒安嘉新应收账款最多，山石网科位列第二，16-18年二者应收账款/总资产均超过35%，高峰时期达到50%，经营活动现金净流量有时为负。



5.6 可比上市公司

- 行业可比上市公司中，启明星辰稳居龙头，公司营收规模接近科创板新上市企业的4倍，是规模最小的安博通的10倍。
- 注：深信服、蓝盾股份取安全业务相关。
- 安恒信息、恒安嘉新、启明星辰、绿盟科技四家公司研发费用率在20%左右。
- 山石网科研发费用率在30%左右，安博通研发费用率在15%左右，卫士通研发费用率在10%左右。
- 7家同业公司中，安博通虽然规模最小，但人均创收、人均创利居于首位。
- 行业可比公司也处于经营活动现金净流量低（甚至为负），应收账款高的情况。
- 可比上市公司应收账款/总资产在30%左右，相较而言恒安嘉新、山石网科应收账款比例更高，而安博通、安恒信息的应收账款比例为20%左右，要低于可比公司。



6 行业重点公司估值情况



证券代码	证券简称	2019/4/22		PB	申万预测EPS			PE		
		收盘价(元)	总市值(亿元)	2018A	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002439.SZ	启明星辰	28.30	254	7.07	0.63	0.78	0.98	45	36	29
300454.SZ	深信服	101.55	409	11.91	1.50	1.78	2.18	68	57	47
002912.SZ	中新赛克	103.25	110	8.52	1.92	2.86	3.79	54	36	27
603019.SH	中科曙光	60.15	387	10.13	0.48	0.95	1.28	126	63	47
300188.SZ	美亚柏科	19.67	156	6.13	0.38	0.49	0.65	52	40	30
002368.SZ	太极股份	36.09	149	5.25	0.76	0.93	1.14	47	39	32
000977.SZ	浪潮信息	27.01	348	3.88	0.51	0.73	1.65	53	37	16
000938.SZ	紫光股份	44.98	656	2.47	1.17	1.60	2.05	39	28	22

证券代码	证券简称	2019/4/22		PB	申万预测EPS			PE		
		收盘价(元)	总市值(亿元)	2017A	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002180.SZ	纳思达	28.13	299	7.37	0.89	0.92	1.29	32	31	22
300311.SZ	任子行	9.25	63	5.15	0.22	0.23	0.58	42	40	16
000066.SZ	中国长城	9.90	291	4.36	0.20	0.34	0.42	50	29	24

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：上表已经披露2018年报，下表尚未披露

信息披露

证券分析师承诺

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。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受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)：相对强于市场表现20%以上；

增持 (outperform)：相对强于市场表现5% ~ 20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；

减持(underperform)：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (underweight)：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

宁柯瑜
ningky@swsresearch.com