

信息安全行业分析报告

2014年10月1日

核心观点

- ❖ 近年来,基于国家利益和政治军事动机发起的网络攻击成为主导,“棱镜门”和“RSA 后门”事件即是最明显的例证。国家对信息安全高度重视,逐渐上升到国家安全战略的层面。从修订信息安全法到软硬件国产化的去 IOE 延伸到顶层设计和咨询的国产化的去 SOA, 保证全方位的信息安全。
- ❖ 中国 IT 安全市场同比增长约 12.9%, 市场规模为 16.6 亿美元, IDC 预计 2013 年整体市场规模约为 14.7 亿美元, 增速约为 12.7%, 仍保持较快增长; 到 2015 年市场规模有望达到 23.7 亿美元, 未来三年年均复合增长率约为 12.6%。
- ❖ 现阶段国内 IT 安全市场中, 国内产商份额逐渐提高, 整体呈现出企业数量增长, 在细分行业领域竞争逐渐激烈的趋势。未来看好各细分市场领域的并购和整合, 实力强大且具有规模效应的企业将掌握市场的主导权。
- ❖ 目前, A 股已有多家计算机公司从事 IT 安全相关业务, 其中安全产品类公司有卫士通、启明星辰、绿盟科技、北信源、东软集团和任子行, 安全服务类公司则有蓝盾股份。另外本土软件制造板块亦值得关注: 用友软件、浪潮信息、同洲电子、超图软件等。



基金管理总部

基金经理 陈磊

电话: 021-68591607

邮箱: chenlei@changyucapital.com

基金经理 袁波

电话: 021-68591611

邮箱: yuanbo@zongyiholding.com

基金经理 杨朦

电话: 021-68591618

邮箱: yangmeng@zongyiholding.com

主笔研究员 陈昱

电话: 021-68591608

邮箱: chenyu@zongyiholding.com

联络人 刘莉华

电话: 021-68591612

邮箱: liulihua@zongyiholding.com

信息安全行业分析报告

1. 行业背景介绍

国家安全以国民安全为核心，而随着计算机技术的广泛使用，信息化渗透到国民生活的各个领域，信息安全成为实现国民安全的基础。

网络用户基数大：截至 2012 年底，我国网民总数已达到 5.6 亿，网络普及率为 42.1%，随着移动互联网的不断发展，网络空间与现实空间的界限将进一步模糊。

近年来基于国家利益和政治军事动机发起的网络攻击成为主导，“棱镜门”和“RSA 后门”事件即是最明显的例证。在以国家为主体的攻击力量面前，商业组织和个人难以进行有效的防范，需从国家战略层面进行整体统筹规划。

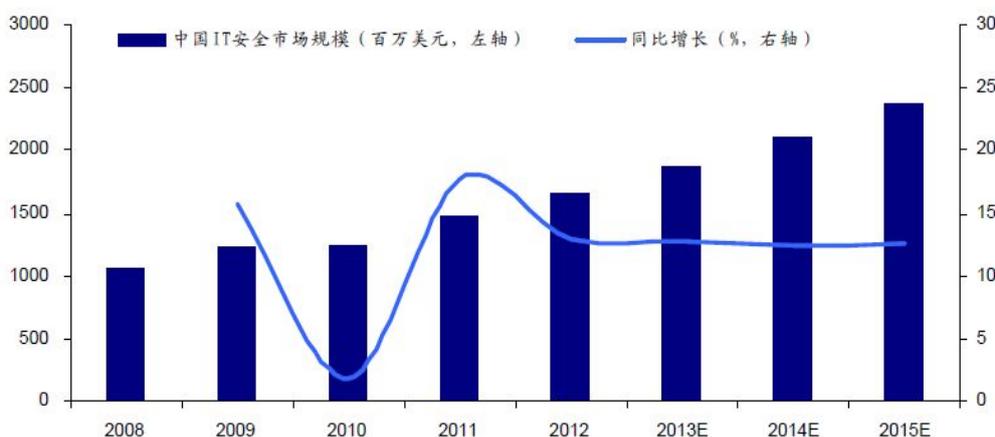
近期国家对信息安全高度重视，逐渐上升到国家安全战略的层面。从修订信息安全法到软硬件国产化的去 IOE 延伸到顶层设计和咨询的国产化的去 SOA，保证全方位的信息安全。

信息安全需要解决两个方面的问题：一是传统的 IT 安全问题，即以网络防护设备为主，构建 IT 系统的防护体系；二是解决关键基础设施的自主可控问题，即从软硬件设备的国产化入手，防备发达国家利用其技术领先优势，通过在设备和系统中预先设置的后门实现窃密和网络攻击的目的。

2. 行业基本情况概述

市场容量

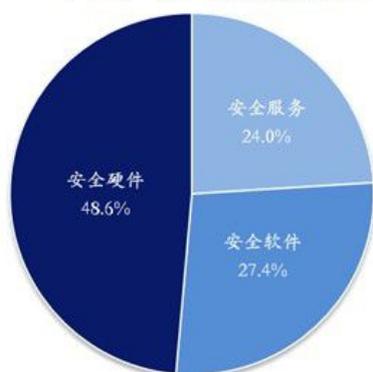
从中国 IT 安全市场的总体规模来看，受益于安全投资的复苏，2012 年总体市场同比增长约 12.9%，市场规模为 16.6 亿美元，IDC 预计 2013 年整体市场规模约为 14.7 亿美元，增速约为 12.7%，仍保持较快增长；到 2015 年市场规模有望达到 23.7 亿美元，未来三年年均复合增长率约为 12.6%。



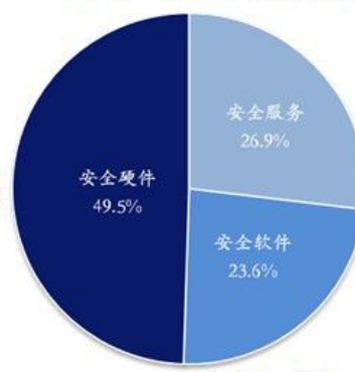
从安全产品的垂直行业应用来看，电信、政府和金融行业仍是 IT 安全产品的主要应用行业，合计占有超过 50% 的市场份额。其中政府行业的投资占比出现了显著增长，从 2007 年的 18.6% 增加到 2011 年的 22.5%，上升了约 3.9 个百分点，超越电信行业成为 IT 安全投入规模最大的行业。

从安全业务的类型来看，2007 年到 2011 年，安全硬件的市场占比略有上升维持不变；安全服务和安全软件的市场占比则出现了不同程度的下降，在 2011 年整体 IT 安全市场中，安全硬件市场仍然占据主要地位，市场占比约为 49.5%，而安全服务和安全软件的市场占比则分别为 26.9% 和 23.6%。

2007年中国IT安全市场细分情况



2011年中国IT安全市场细分情况



信息来源：IDC

市场竞争格局

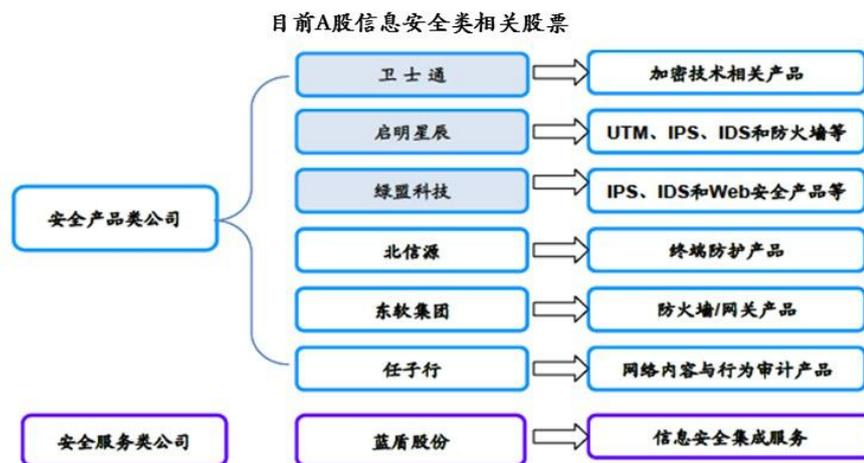
国产厂商的份额持续提高。在 IT 安全硬件前十大厂商中，国产厂商的合计份额已从 2007 年的 49.5% 提高到了 2011 年的 63.1%。其中，新兴厂商进步较快，如华三通信的市场份额上升了约 9 个百分点，启明星辰、华为和深信服的市场份额也均有明显提升。

企业数量多，细分市场竞争较激烈。竞争主要集中在各个细分领域内，品牌集中度相对较低。最大规模的安全企业销售收入也不足十亿元，而众多规模较小的、自主创新能力较弱的信息安全企业成长前景不容乐观。行业内企业大多还处于规模扩张的发展阶段，很多业务领域均存在同质化竞争加剧的风险。

并购将使市场将逐渐向较具实力的信息安全企业集中。预计未来几年内，行业内的第一梯队企业与第二梯队企业的差距将逐渐拉大。但应该看到，我国信息安全产业仍然呈现出集中度不高的特点，2010 年前五大企业市占率不到 20%，今后并购整合仍将是我国信息安全企业的必然选择，并且这一势头将持续下去。例如，启明星辰通过对联想网御的收购一举成为国内最大的信息安全企业。

3. 相关上市公司及投资建议

目前，A 股已有多家计算机公司从事 IT 安全相关业务，其中安全产品类公司有卫士通、启明星辰、绿盟科技、北信源、东软集团和任子行，安全服务类公司则有蓝盾股份。另外本土软件制造板块亦值得关注：用友软件、浪潮信息、同洲电子、超图软件等。



信息来源：各公司招股书

卫士通（002268）

公司是国内极少数同时具有商密的研发、生产、销售资质以及商密和涉密顶级资质的企业，且作为唯一一家国资控股的信息安全上市公司，在行业快速发展中将率先受益。

2012 年公司控股股东中电三十所根据国家政策要求暂停了其部分安全保密产品的研制和生产,而近期涉密资质的全面恢复将有助于公司业绩的提升。但从 2011 至 2012 年的业绩情况来看，涉密资质对于公司业绩的影响具有一定的滞后性。

公司在电力行业有望持续获得大订单。电力行业的成功经验有望复制到其他工控领域。公司 2013 年已经在核电、水利、教育等行业取得了突破，未来横向行业拓展仍具有极大潜力。其中智慧城市潜力巨大。

公司通过并购三零嘉微、三零瑞通、三零盛天三家公司开始实施“大安全”产业链战略：以密码技术为核心，全面地、有计划有步骤地进军整个信息安全产业的各个领域，逐步实现信息安全技术和产品的全覆盖，打造从算法、芯片、模块、整机、系统、方案到服务的完整产业链。

公司 2013 年实现营收 4.58 亿元，同比增长 44.12%；实现净利润 0.39 亿元，同比增长 117.32%。预计公司 2014-2015 年收入分别为 13.3 和 17.4 亿元，同比分别增长 191.5%和 30.5%；净利润分别为 1.73 和 2.44 亿元，同比分别增长 344.2%和 41.6%，对应 EPS 0.8 和 1.13 元。



绿盟科技（300369）

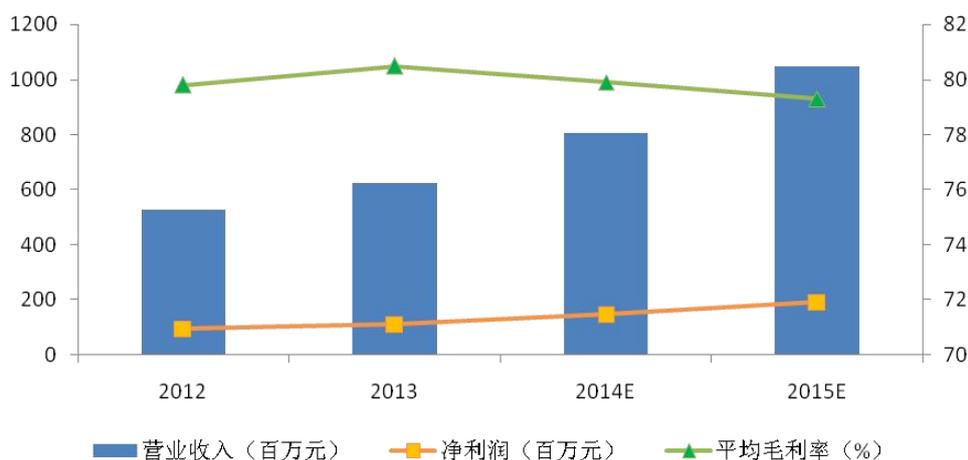
公司主要为企业级用户提供网络及终端安全产品、Web 及应用安全产品、合规及安全管理产品等信息安全产品并提供专业安全服务，产业链布局较完善。客户主要集中在政府、电信运营商、金融、能源、互联网等，集中度不断提升。

公司多个细分子行业处于领军地位。公司的网络入侵防御系统、抗拒绝服务系统、漏洞扫描产品、Web 应用防护系统市场占有率分别为 23.2%、30%、23.6%、31.9%，排名第一；网络入侵检测系统市场占有率 22.6%，排名第二。

公司客户资源布局稳定且不断扩张。其中华东、华北、华南地区合计超过 60%，且公司积极布局海外市场，份额逐年提升。公司目前客户 20.9%是政府机构，28.5%是电信运营商，此外还有金融、能源、互联网等行业客户，信誉良好，有效降低了公司的财务风险。

公司 2013 年营收达到 6.23 亿元，净利润 1.11 亿元，同比均有较大增长。预计未来公司业绩仍将保持持续增长，预计 2014、2015 年 EPS 分别为 1.80、2.35 元。

公司毛利率长期保持在 80%左右的高水平，公司对成本及相关费用的控制较为合理，随着营业收入的稳步提升，毛利率水平有望长期保持在高位。



启明星辰（300369）

公司在产品方面具有明显优势，产品类型涵盖防火墙/UTM、入侵检测管理、网络审计、终端管理、加密认证等技术领域，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。

从下游市场情况看,公司在政府和军队拥有 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。

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%。

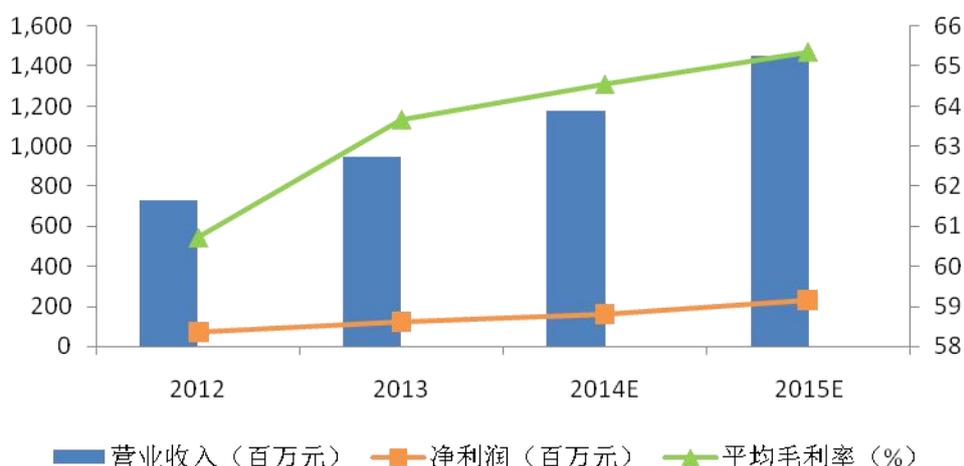
启明星辰近年来积极进行外延并购来丰富信息安全产品线和提高综合竞争

力，并通过投资方式提前布局新领域，不断优化产品和客户结构突出公司优势，也实现了对产业链和渠道的合理布局。如近期收购网御星云，已经为公司的外延化策略迈出实质性步伐。

2013年，网御星云并表贡献的营收和净利润分别为4.12亿和7062万（2012年分别为2.05亿和4096万）。剔除网御星云并表因素，公司2013年营收和净利润分别增长3%和58%。

分产品看，公司安全产品、安全服务和硬件销售业务同比分别增长39%、10%和17%。在安全产品中，公司安全网关业务本期同比增长56%，占公司整体营收和毛利比重分别达到41%和47%，已经成为公司业绩增长的最主要驱动力。

2013年，公司综合毛利率为63.7%，同比上升近3个百分点，主要原因是毛利率较高的安全网关业务占比提升。就占比最高的安全网关业务而言，公司2013年毛利率提升约1.2个百分点至74.1%，已经连续两年上升。在安全网关市场竞争不断增加的背景下，毛利率的稳定增长印证了公司该产品较强的竞争力。



信息安全行业部分上市公司盈利及估值情况

证券代码	证券简称	股价	2013EPS	2014EPS	2015EPS	2013PE	2014PE	2015PE
002439.SZ	启明星辰	14.63	17.89	0.29	0.42	0.62	61.69	42.60
300369.SZ	绿盟科技	73.66	85.06	1.31	1.66	2.12	64.93	51.24
300352.SZ	北信源	31.51	38.6	0.51	0.82	1.11	75.69	47.07
300297.SZ	蓝盾股份	16.21	17.99	0.16	0.48	0.6	112.44	37.48
300188.SZ	美亚柏科	16.98	19.31	0.25	0.47	0.66	77.24	41.09
均值						78.40	43.89	32.60

总体而言，信息安全行业公司盈利能力及估值情况均处于较高水平，在政策的有效推动、国内企业技术水平不断提升的背景下，A股市场信息安全行业仍有较大的提升空间。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布给的人员。本研究报告仅为参考使用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。综艺控股并不因收件人收到本报告而视其为综艺控股的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但综艺控股不保证其准确性或完整性。综艺控股并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券可能含有重大的风险，可能不易变卖以及适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受到汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了综艺控股在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以再不发通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与综艺控股其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。综艺控股并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。综艺控股通过信息隔离墙控制综艺控股内部一个或多个领域的信息向综艺控股其他领域、单位、集团以及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和综艺控股高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于综艺控股投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若综艺控股以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成综艺控股向发送本报告金融机构之客户提供个投资建议，综艺控股以及综艺控股的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述为金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经综艺控股事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

©2014 Shanghai Zongyi Holding. All rights reserved.
