

强烈推荐-A (维持)

启明星辰 002439.SZ

当前股价: 22.52 元
2017年10月25日

信息铠甲守护智慧家园

基础数据

上证综指	3397
总股本(万股)	89669
已上市流通股(万股)	57539
总市值(亿元)	202
流通市值(亿元)	130
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	10.0
资产负债率	25.6%
主要股东	王佳
主要股东持股比例	29.6%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《启明星辰(002439)——合资拓展终端安全,安全生态更进一步》2016-07-01
- 2、《启明星辰(002439)——收购赛博兴安,打造共赢生态》2016-06-22
- 3、《启明星辰(002439)——产品议价能力进一步增强,新研发周期开启》2016-03-30

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

启明星辰矗立智慧城市发展浪潮的最前端,引领信息系统深度变革的云时代,突破性的提出网安业务新模式——城市级安全运营中心。随着项目持续落地,公司成长空间全面打开。同时,行业在政策红利释放和网安意识提升共同作用下景气度进一步提升,迎来加速发展阶段。基于上述两点维持公司“强烈推荐-A”评级。

- **是应运而生,更是厚积薄发!** 市场认为启明星辰作为网安行业龙头增长稳健,缺乏业务爆点。我们认为启明星辰突破性的提出全新业务模式——**城市级安全运营中心**加快了公司发展步伐,打开了公司成长空间。随着智慧城市蓬勃发展,其庞大的信息系统面对的网络安全问题更加复杂,**城市级安全运营中心**系统性的满足智慧城市在建设、运营中的网络安全需求。我们认为,**城市级安全运营中心**是应智慧城市而生;更是公司基于产品、人才、渠道优势铸造的业务执行力、行业影响力、技术创新力的综合展现!
- **砥砺前行二十载,产品渠道两手抓,内生外延齐助力,成就网安领航者:** 启明星辰经过二十余年的发展,铸造了产品与渠道双核心共同驱动的业务形态: 1) 公司产品覆盖所有网安细分行业,并在防火墙、UTM、入侵检测、安全管理平台等主流细分领域市占率名列行业前茅; 2) 公司下游客户超过 60%来自党政军,充分体现了公司在网安行业核心市场极强的渠道能力。多家咨询机构数据均表明启明星辰无论在市占率、影响力、创新能力均处在行业第一。
- **国家政策拉动,网安意识提升,行业或迎来加速成长期:** 从 14 年网络完全与信息化领导小组成立,到 15 年的《国家安全法》,再到 16 年的《网络安全法》,国家对网络安全的重视程度一再提升。根据 PWC、安永等咨询机构调查显示,随着各行业由网安问题造成的损失日益增加,企业负责人对网络安全也更加重视。上述两方面因素共同作用,我们判断行业或迎来加速成长期。
- **维持“强烈推荐-A”评级:** 基于行业景气度提升,启明星辰城市安全运营中心持续落地的判断,我们预计公司 17-19 年净利润分别为 4.58、6.15、7.91 亿元,维持“强烈推荐-A”评级,目标价 30.8 元。
- **风险提示:** 1) 并购整合风险; 2) 城市级安运营中心落地缓慢; 3) 网络安全行业景气度低于预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1534	1927	2428	3108	3948
同比增长	28%	26%	26%	28%	27%
营业利润(百万元)	152	133	345	504	685
同比增长	34%	-12%	159%	46%	36%
净利润(百万元)	244	265	458	615	791
同比增长	43%	9%	73%	34%	29%
每股收益(元)	0.29	0.31	0.51	0.69	0.88
PE	76.6	73.8	44.1	32.8	25.5
PB	11.1	8.8	8.9	7.3	6.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、网安铠甲守护智慧家园	5
1.1 智慧城市蓬勃发展，网安威胁日益多样	5
1.2 启明星辰独立第三方运营中心：智慧城市的网络安全铠甲	6
1.3 新业务，新模式，翘首以待新果实	8
1.3.1 全新业务模式输出网安核心价值	8
1.3.2 项目持续落地、未来前景可期	9
二、砥砺前行二十载，终成行业领航者	10
2.1 砥砺前行二十载	10
2.1.1 公司发展历程	10
2.1.2 产品线完备	11
2.1.3 业务稳步发展	12
2.2 渠道建设完善，紧握核心客户	14
2.3 内部研发与外部收购并举，扩充产品线，布局新领域	15
2.3.1 研发投入持续增长，积极布局网安新领域	15
2.3.2 资本运作拓宽产品线	17
2.4 终成行业领航者	18
三、网安意识提升，政策强力驱动，行业加速发展	19
3.1 网络威胁日趋严峻，网安意识逐步提升	19
3.2 政策不断加码	22
3.3 网安行业发展提速	23
四、政治周期造成财务短期波动，稳健运营不改业务长期向好	24
4.1 政府换届造成订单、回款延迟	24
4.2 利润率稳步提升，费用率结构向好	25
五、盈利预测与投资建议	26

图表目录

图 1 智慧城市 IT 投资规模预测 (单位: 亿元)	5
图 2 智慧城市发展阶段	5
图 3 智慧城市信息系统架构	6
图 4 城市级安全运营中心提供三层防护	7
图 5 安全运营中心下属四个二级能力中心	7
图 6 安全监测中心	8
图 7 态势感知	8
图 8 态势感知	8
图 9 城市级安全运营中心业务分析	9
图 10 杭州城市大脑	9
图 11 杭州城市大脑专项成员	9
图 12 深圳市委书记与启明星辰公司高管	10
图 13 云南省领导与启明星辰公司高管	10
图 14 公司发展历程	11
图 15 2008-2016 收入增速 (单位: 亿元)	12
图 16 2008-2016 利润增速 (单位: 亿元)	12
图 17 分产品收入占比	13
图 18 各个子公司营收情况 (单位: 亿元)	14
图 19 各个子公司利润情况 (单位: 亿元)	14
图 20 主要子公司收入增速	14
图 21 主要子公司利润增速	14
图 22 启明星辰渠道建设完善	15
图 23 启明星辰下游客户分类占比	15
图 24 启明星辰销售模式占比	15
图 25 2012-2016 公司研发投入情况	16
图 26 2015 年主要网络安全公司研发投入	16
图 27 2017H1 网络安全 50 强	18
图 28 2016 年网络安全行业市占率	18
图 29 2016 网络安全上市公司收入比较	19

图 30 2016 网络安全上市公司利润比较.....	19
图 31 全球平均每家企业检测到的网络安全事件.....	20
图 32 中国内地及香港平均每家企业检测到的网络安全事件.....	20
图 33 2012-2016 CNVD 收录漏洞数量 (单位: 个)	20
图 34 被篡改的政府网站 (单位: 个)	21
图 35 感染网络病毒主机数量 (单位: 万个)	21
图 36 移动互联网恶意程序数量 (单位: 万个)	21
图 37 工控漏洞数量快速增长 (单位: 个)	21
图 38 2017 年全球重大事件.....	21
图 39 阻碍网络安全为企业带来贡献的原因	22
图 40 2016 年网络安全下游行业占比	23
图 41 我国网络安全市场规模 (单位: 百万美金)	24
图 42 2011-2016 公司应收账款周变化 (单位: 亿元)	24
图 43 2011-2016 公司预收账款变化 (单位: 亿元)	24
图 44 2011-2016 经营性净现金流变化 (单位: 亿元)	25
图 45 2012-2016 公司毛利率及净利率变化.....	25
图 46 2012-2016 公司费用率变化	25
图 47 2012-2016 公司 ROE 及 ROA 变化	26
表 1: 公司产品线完备.....	11
表 2: 启明星辰架构 (单位: 万元)	13
表 3: 积极布局网安新领域.....	16
表 4: 公司外延并购列表.....	17
表 5: 主要产品公司市占率及竞争对手.....	19
表 6: 政策不断加码, 行业景气提升	23
表 7: 同行业公司估值对比.....	27
附: 财务预测表	28

一、网安铠甲守护智慧家园

1.1 智慧城市蓬勃发展，网安威胁日益多样

智慧城市是揉合了物联网、云计算、移动互联网、人工智能等新技术的城市新形态。是充分运用和信息技术手段，通过感测、传送、整合和分析城市运行核心系统的各项关键信息，对公众服务、社会管理、产业运作等活动的各种需求做出智能的响应，构建城市发展的智慧环境，面向未来构建全新的城市形态。

从发展的角度分析，智慧城市也非一步到位，而是通过逐步演化、经过技术迭代最终衍生得出的产物。智慧城市建设的演进路线可以概括为：信息城市-数字城市-智能城市-智慧城市。

根据中国产业信息网测算，2017年智慧城市信息化投资达到3752亿，同比增长25%，未来三年智慧城市投资增速持续增长。

图1 智慧城市IT投资规模预测（单位：亿元）



资料来源：中国信息产业网，招商证券

图2 智慧城市发展阶段



资料来源：招商证券

智慧城市信息系统架构自下而上分为：感知层、网络层、数据层、应用层。系统架构越复杂，所面对的网安问题也就越复杂。

在智慧城市感知层，大量的智能感知设备接入智慧网络，由此产生的复杂接入环境、多样化的接入方式，带来了更为复杂的安全问题，同时智能感知设备安全防护能力普遍较弱，防盗、认证、加密、鉴别、审计等防护技术也不成熟。

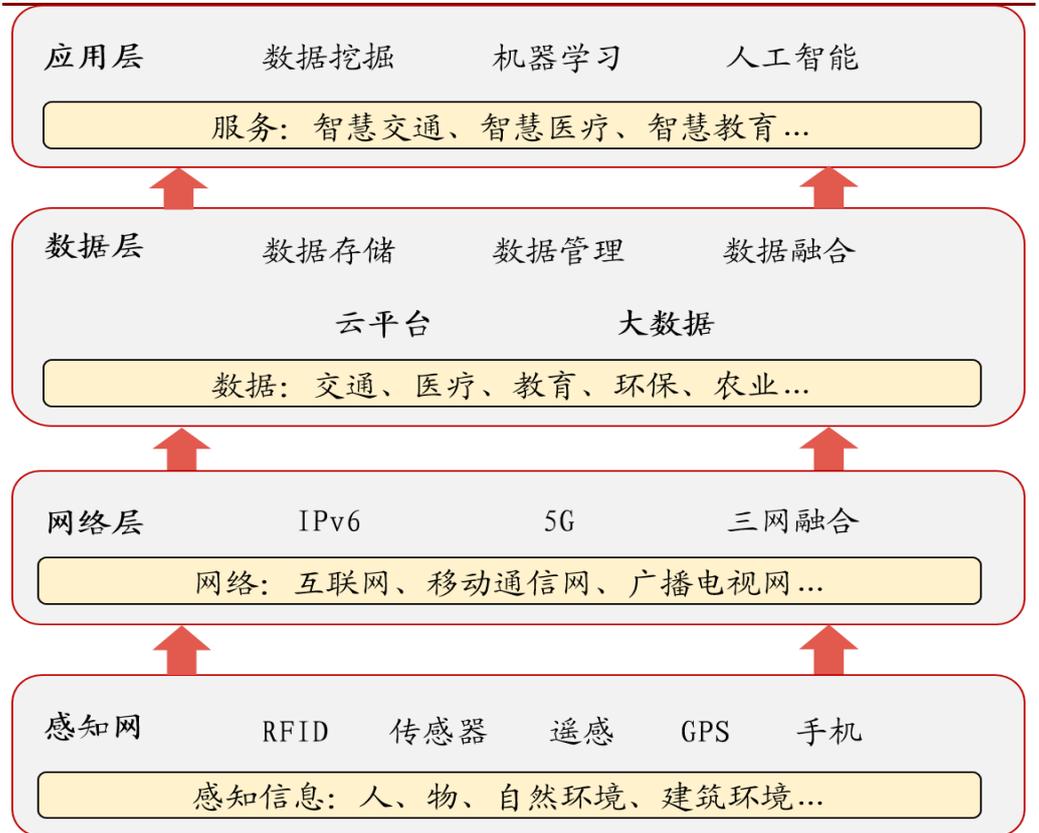
在智慧城市网络层，传统互联网、移动通信网、广播电视网、各种专网、传感网以及新一代网络通信技术的综合运用，实现了任何时候、任何地点以及任何设备的接入能力，然而多样化的接入方式，带来的是多种多样的网络攻击。

在智慧城市数据层，云计算的应用带来了诸多不安全因素，海量数据的云端集中存储，使数据破坏、数据丢失、数据泄露等传统安全威胁在云计算中造成的后果更为严重；网络中断、云计算服务商的安全防护策略存在疏漏等造成的服务中断，将严重影响城市的管理和居民的生活出行。云环境审计的困难，使得用户难以对云服务供应商的安全控制措施和访问记录进行审计，对云服务缺乏必要的后期监管，造成用户的数据资源被滥用，

甚至隐私信息遭窃取和泄露。

在智慧城市应用层，因缺乏相应的法律法规来规范移动应用市场，导致智慧移动类应用存在诸多安全问题，如非法获取用户隐私信息、嵌入木马病毒进行远程控制、恶意的骗取资费等，给居民的生活带来了严重的困扰。

图 3 智慧城市信息系统架构



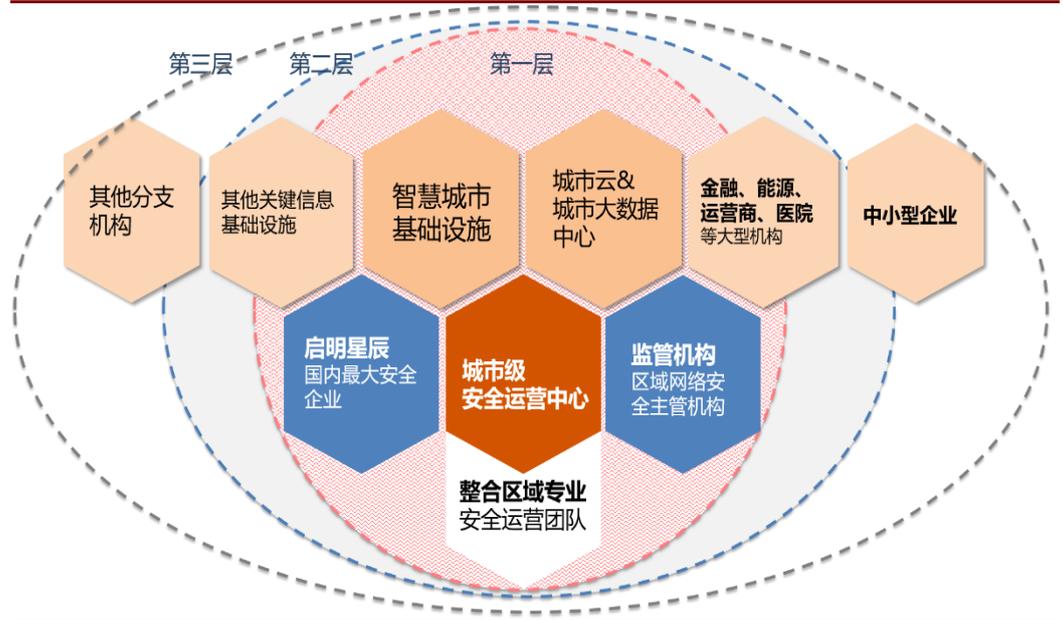
资料来源：招商证券

1.2 启明星辰独立第三方运营中心：智慧城市的网络安全铠甲

公司针对智慧城市的复杂的信息系统，提出了网络安全第三方运营中心的解决方案。

城市级安全运营中心有公司与当地网络安全主管机构共同筹建，并整合区域专业安全运营团队，为智慧城市基础设施（城市云&城市大数据中心）提供第一层安全防护。第二层防护聚焦金融、能源、电信等重要行业及其他关键基础设施。第三层防护主要为中小型企业提供服务。

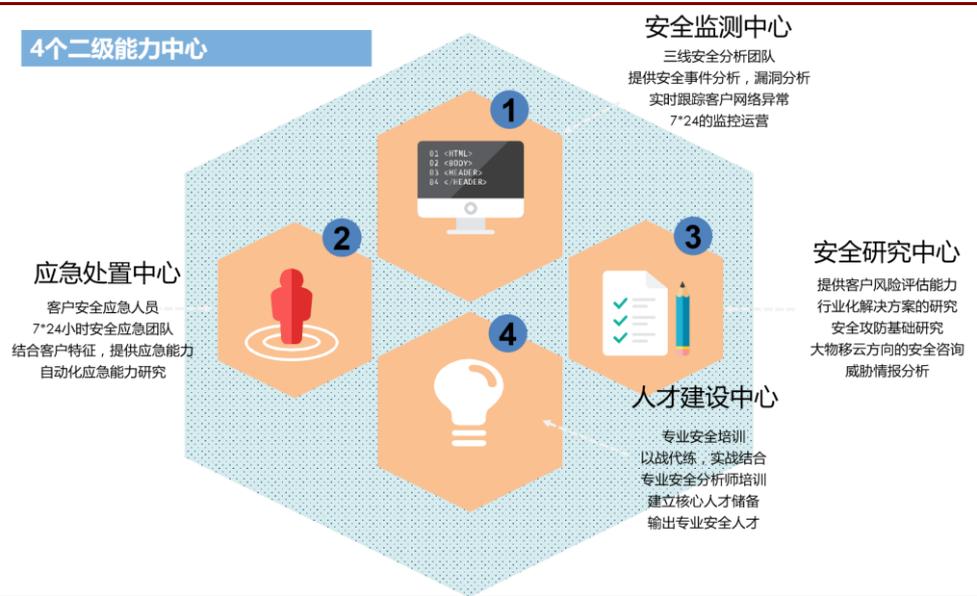
图 4 城市级安全运营中心提供三层防护



资料来源：启明星辰，招商证券

城市级安全运营中心下属四个二级能力中心：安全监测中心、安全研究中心、应急处置中心、人才建设中心。

图 5 安全运营中心下属四个二级能力中心



资料来源：启明星辰，招商证券

安全监测中心：安全分析团队提供安全事件分析,漏洞分析实时跟踪客户网络异常,7*24的监控运营。

安全研究中心：提供客户风险评估能力，行业化解决方案的研究，安全攻防基础研究，大物移云方向的安全咨询，威胁情报分析。

应急处置中心：客户安全应急人员提供 7*24 小时安全应急服务。结合客户特征，提供应急能力，自动化应急能力研究。

人才建设中心：提供专业安全培训，以战代练，实战结合。专业安全分析师培训建立核

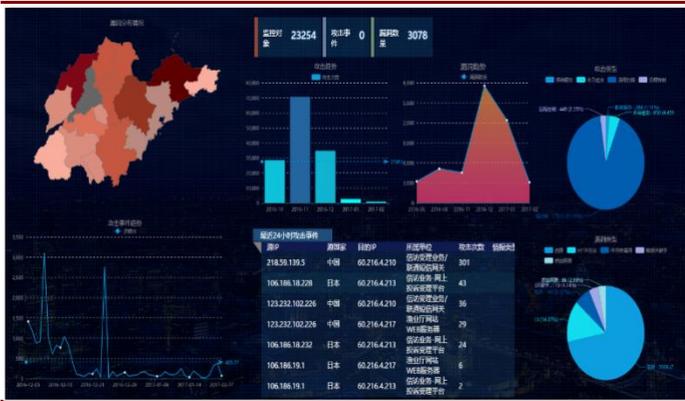
心人才储备，输出专业安全人才。

图 6 安全监测中心



资料来源：启明星辰，招商证券

图 7 态势感知



资料来源：启明星辰，招商证券

图 8 态势感知



资料来源：启明星辰，招商证券

1.3 新业务，新模式，翘首以待新果实

1.3.1 全新业务模式输出网安核心价值

城市级安全运营中心的业务模式不同于传统的产品销售，更多的是通过提供服务满足客户需求。同时收入来源也会通过周期性支付的服务费来体现：1) 周期性监测及响应服务费；2) 用设备以租代建；3) 情报、工具、培训等其他费用。

城市级安全运营中心也会引入更多的合作伙伴，包括政府、国企投资人，区域合作伙伴，威胁情报伙伴：腾讯、烽火等。

城市级安全运营中心主张的核心价值是：1、最专业的安全运营外包服务 (MSS) /安全检测与响应服务 (MDR)；2、Security-aaS；3、区域安全情报中心；4、基于 AI 的大数据安全分析；5、安全分析师培养体系。

图 9 城市级安全运营中心业务分析

<p>重要伙伴</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 国有资产投资人 2. 区域合作公司 3. 威胁情报伙伴： 腾讯、烽火台 4. 其他资源合作 	<p>关键业务</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 安全分析技术提升 2. 运营中心自身流程 3. 运营中心的自有工具平台 4. 针对各区域新业务方向的安全咨询研究 	<p>价值主张</p> <p>为客户提供全天候托管式安全监测和响应服务</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 最专业的MSS/MDR 2. Security-aaS 3. 区域安全情报中心 4. 基于AI的大数据安全分析 5. 安全分析师培养体系 	<p>客户关系</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 帮用户解决能力不足问题 2. 让用户面对突发问题不紧张 3. 远程和本地结合，运营中心与客户网络深度结合 4. 利用各类沟通工具 	<p>客户细分</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 城市级客户 2. 关键信息基础设施 3. 大型政企客户 4. 行业机构 5. 中小企业、组织
<p>成本结构</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 安全运营基础环境成本 2. 人员成本 3. 外部工具及数据（情报）成本 	<p>收入来源</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 周期性监测及响应服务费用 2. 设备以租代建、云安全等，基于此类新业务模式上的服务能力输出 3. 情报、工具、培训等其他周边能力输出 			

资料来源：启明星辰，招商证券

1.3.2 项目持续落地、未来前景可期

2017年10月9日杭州·云栖大会,公司助力杭州市建立杭州城市数据大脑。

“城市大脑”将首先把城市的交通、能源、供水等基础设施全部数据化，连接城市各个单元的数据资源，打通“神经网络”。同时，连通“城市大脑”的超大规模计算平台、数据采集系统、数据交换中心、开放算法平台、数据应用平台等五大系统进行运转。其系统内核采用阿里云ET人工智能技术，对整个城市进行全局实时数据分析，以调控调配公共资源，修正城市运行中的问题，最终将进化成为能够治理城市的超级人工智能。

杭州城市数据大脑计划由阿里云、富士康、大华、数梦工场、启明星辰等13家企业的顶尖人工智能科学家联合完成。启明星辰作为13家企业中唯一一家信息安全服务厂商，在杭州城市数据大脑计划中担负保障信息安全的重责。

图 10 杭州城市大脑



资料来源：招商证券

图 11 杭州城市大脑专项成员



资料来源：招商证券

2017年9月29日，公司与深圳市投资推广署签署了战略合作协议。

通过合作，有助于深圳市政府强化对政企单位网络网络安全监管，防范政企行业的安全风险，通过建立通报处置体系、安全技术体系、运行维护体系等几大体系提升政企行业网络网络安全水平；通过网络人才安全培训体系，有助于壮大深圳市的网络安全产业人才队伍，提升本地网络安全保障人员专业水平。

2017年5月27日，公司与昆明省政府在昆明签署战略合作框架协议。

启明星辰集团将在昆明建设启明星辰西南区域总部基地，采用“政产学研资用”相结合的产业体系和技术创新服务体系，面向西南省份、南亚东南亚开展云计算、大数据、工控系统、移动互联网和物联全等业务。在昆明成立网络空间安全学院，开展网络空间安全领域的学科建设、人才培养和南亚东南亚区域网络安全技术研究。

图 12 深圳市委书记与启明星辰公司高管



资料来源：启明星辰，招商证券

图 13 云南省领导与启明星辰公司高管



资料来源：启明星辰，招商证券

启明星辰做为国内领先的网络安全企业，除了传统的安全产品、安全解决方案外，公司未来将重点发展安全运营业务，在各城市与云、大数据的供应商加强合作，投入建设网络安全独立运营中心，并嵌入互联与智能的能力，从而为客户提供更多增值服务。尤其近几年在云安全方面的技术研究，无论在云服务安全建设，还是政务云安全建设方面，启明星辰都有成熟的解决方案，已经形成了成熟的云计算独立安全运营解决方案，并且依托这些政企客户已经积累了大量的云计算运营经验和安全运维经验。为智慧城市安全防护带来新的思路。

二、砥砺前行二十载，终成行业领航者

2.1 砥砺前行二十载

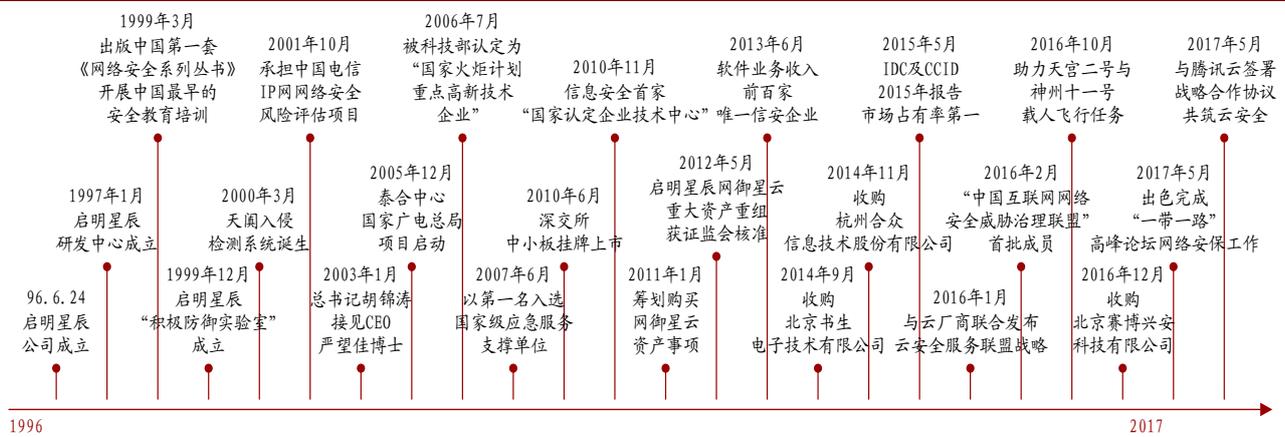
2.1.1 公司发展历程

启明星辰信息技术集团股份有限公司成立于1996年，由留美博士严望佳女士创建，是国内具备超强实力的、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、可网安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商。

2010年6月23日，启明星辰在深交所中小板正式挂牌上市。市值由上市除的38亿成

长到现在近 200 亿。

图 14 公司发展历程



资料来源：启明星辰，招商证券

2.1.2 产品线完备

上市以来，公司通过不断增长的研发投入及积极的外延并购，逐步完善公司产品布局。网关类、检测类、管理平台、数据安全类这四大类产品几乎覆盖了网络安全行业所有细分产品，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。

表 1：公司产品线完备

产品类型	产品详细描述
防火墙 (FW)	天清汉马新一代 USG 防火墙是集防火墙、VPN、上网行为管理 AC、内容过滤、防病毒、入侵防护等多种安全技术于一身
第二代防火墙 (NGFW)	天清汉马 USG 第二代防火墙，集成深度包检测入侵测试、应用识别与精细控制等标准特性外，还具备终端管理与内全；私有安全云有效防御 APT 攻击等。
Web 应用防火墙 (WAF)	天清 Web 应用安全网关，是用于防御以 Web 应用程序漏洞为目标的攻击，并针对 Web 服务器进行 HTTP/HTTPS 流量分析，及针对 Web 应用访问各方面进行优化。
安全网关	统一威胁管理 (UTM)
	天清汉马 USG 一体化安全网关 (UTM) 集防火墙、VPN、入侵防御 (IPS)、防病毒、上网行为管理、内全、反垃圾邮件、抗拒绝服务攻击 (Anti-DoS)、内容过滤等多种安全技术于一身，帮助用户抵御日益复杂的安全威胁。
	抗 DDoS (ADM)
	天清异常流量管理与抗拒绝服务系统是完善的异常流量检测和清洗解决方案，共分为三个硬件组成部分：异常流量检测系统、异常流量清洗系统、异常流量管理中心，可以有效防御 DoS / DDoS 攻击。
	其他
	包括 VPN 网关、网闸等。
安全检测	入侵检测 (IDS)
	天阗入侵检测与管理系统 (IDS)，主要作用是帮助用户量化、定位来自内外网络的威胁情况，提供有针对性的指导措施和安全决策依据，并能够对网络安全整体水平进行效果评估。

入侵防御 (IPS)	天清入侵防御系统 (IPS) 通过对网络中深层攻击行为进行准确的分析判断, 在判定为攻击行为后立即予以阻断, 主动而有效的保护网络的安全。
安全审计	天玥网络安全审计系统通过对业务人员访问系统的行为进行解析、分析、记录、汇报, 以帮助用户事前规划预防、事中实时监视、违规行为响应、事后合规报告、事故追踪溯源。
其他	包括内全管理等。
安全管理平台 (SOC)	泰合网络安全运营中心系统是从监控、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, 使得各种用户能够对业务信息系统进行可用性与性能的监控、配置与事件的分析审计预警、风险与态势的度量与评估、安全运维流程的标准化、例行化和常态化。
平台工具	
漏洞扫描	天镜脆弱性扫描与管理系统是基于网络的脆弱性分析、评估和综合管理系统, 准确识别资产属性、全面扫描安全漏洞, 清晰定性安全风险, 给出修复建议和预防措施, 并对风险控制策略进行有效审核。
其他	包括 4A 管理等。
数据安全	
数据防泄密 (DLP)	天榕数据防泄密 (DLP) 包括审计与加密两种防泄密产品, 可以满足不同类型用户的数据防泄密 (DLP) 需求。
其他	包括安全数据交换、大数据、电子签名章/印章等。
安全服务	包括风险评估、安全管理与监控应急、安全运维以及系统支持服务等。

资料来源: 启明星辰, 招商证券

2.1.3 业务稳步发展

公司过去十年收入复合增速 26.3%, 利润复合增速 23.7%, 稳健增长

2016 年实现收入 19.3 亿, 净利润 2.7 亿, 分别同比增长 26% 和 9%, 净利润增速较低主要由于 15 年 3 月收购的安方高科业绩不达预期 (承诺利润 2150 万, 实际利润 587 万), 公司 2017 年的经营目标是: 营业总收入 24 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 4.5 亿。重回高速增长通道。

图 15 2008-2016 收入增速 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 招商证券

图 16 2008-2016 利润增速 (单位: 亿元)

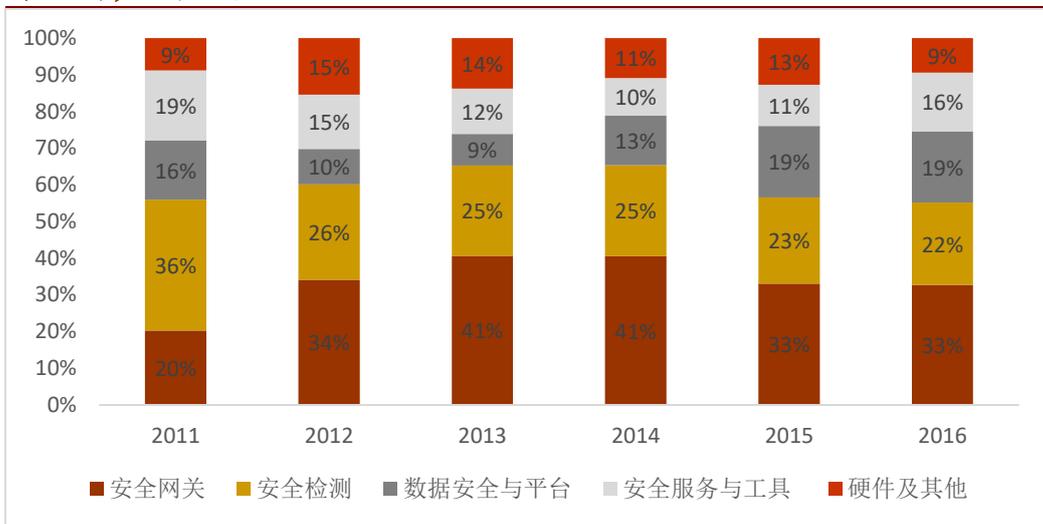


资料来源: wind, 招商证券

分业务构成看, 2013 年到 2016 年公司产品从相对集中逐步到全面发展。网关类和检

测类产品占收入比例从 66%下降到 55%；数据安全类产品占比从 9%提升到 19%；安全服务占比从 12%提升到 16%。

图 17 分产品收入占比



资料来源: wind, 招商证券

从公司架构来看业务主题主要是北京启明星辰、北京网御星云、合众信息、安方高科、书生电子这五个全资子公司。

其中启明星辰和网御星云贡献了公司绝大多数利润,同时也是公司内生增长最稳定的业务。

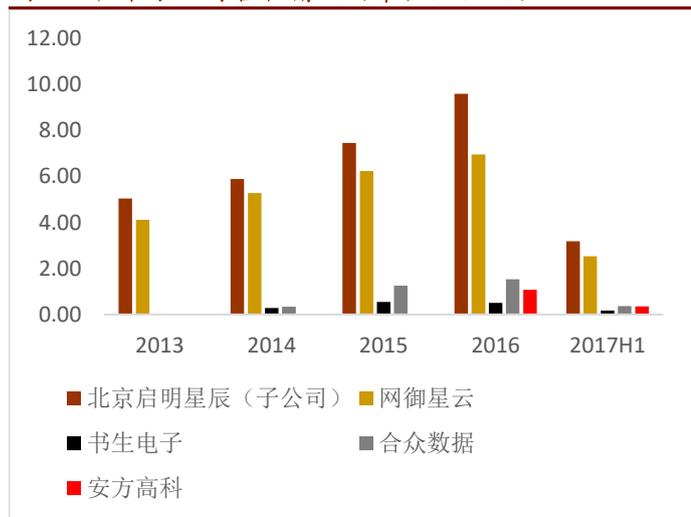
表 2: 启明星辰架构 (单位: 万元)

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	营业收入	净利润
1	北京启明星辰网络安全技术有限公司	子公司	100.00	96,021	17,831.54
2	北京网御星云信息技术有限公司	子公司	100.00	69,626	17,071.19
3	杭州合众信息技术股份有限公司	子公司	100.00	15,391	2,293.23
4	安方高科电磁安全技术(北京)有限公司	子公司	100.00	10,710	-587.32
5	北京书生电子技术有限公司	子公司	100.00	5,018	1,261.17
6	上海安阖在创信息技术有限公司	联营企业	22.50	5	-55.03
7	北京辰信领创信息技术有限公司	子公司	49.50	-	-
8	启明星辰企业管理有限公司	子公司	100.00	-	-
9	北京天诚星源信息技术有限公司	联营企业	33.44	965	-1,886.02
10	启明星辰网络安全投资有限公司	子公司	100.00	-	-
11	上海安言信息技术有限公司	联营企业	25.00	803	7.28
12	上海天阗投资有限公司	子公司	100.00	-	-
13	天津书生软件技术有限公司	子公司	100.00	-	-
14	恒安嘉新(北京)科技有限公司	联营企业	14.21	39,418	1,826.57
15	长沙云子可信企业管理有限公司	子公司	100.00	-	-
16	南京川陀大匠信息技术有限公司	子公司	100.00	-	-
17	启明星辰企业管理(上海)有限公司	子公司	100.00	-	-
18	启明星辰企业管理(成都)有限公司	子公司	100.00	-	-
19	唯圣投资有限公司	子公司	100.00	-	-
20	上海启明星辰信息技术有限公司	子公司	100.00	-	-
21	深圳市大成天下信息技术有限公司	联营企业	23.81	1,332	-17.47

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	营业收入	净利润
22	广州启明星辰信息技术有限公司	子公司	100.00	-	-
23	成都启明星辰网络安全技术有限公司	子公司	100.00	-	-
24	北京太一星晨信息技术有限公司	联营企业	38.22	2,003	-86.16

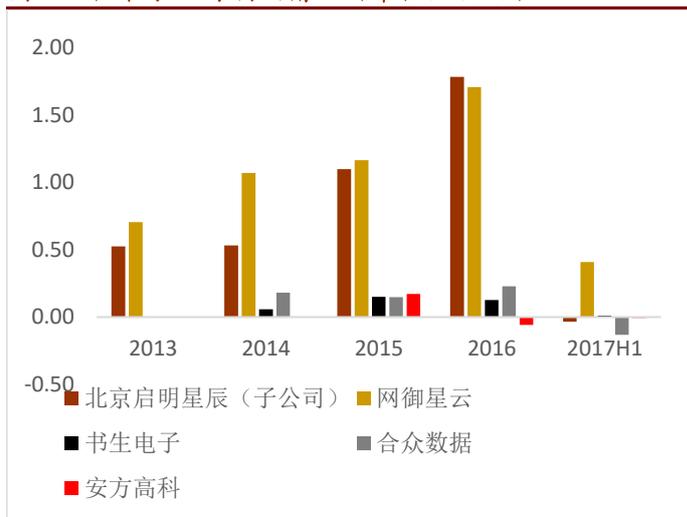
资料来源: wind, 招商证券

图 18 各个子公司营收情况 (单位: 亿元)



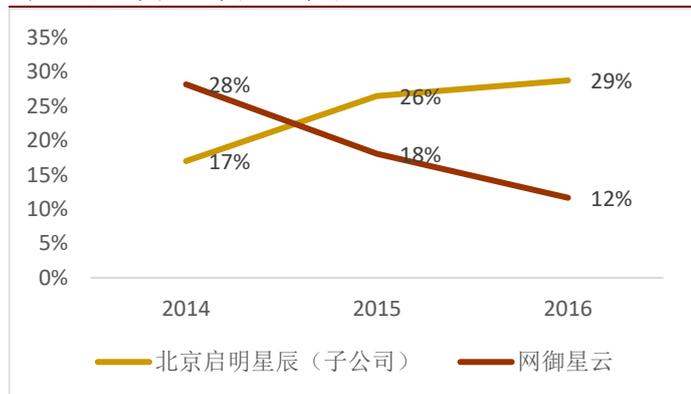
资料来源: wind, 招商证券

图 19 各个子公司利润情况 (单位: 亿元)



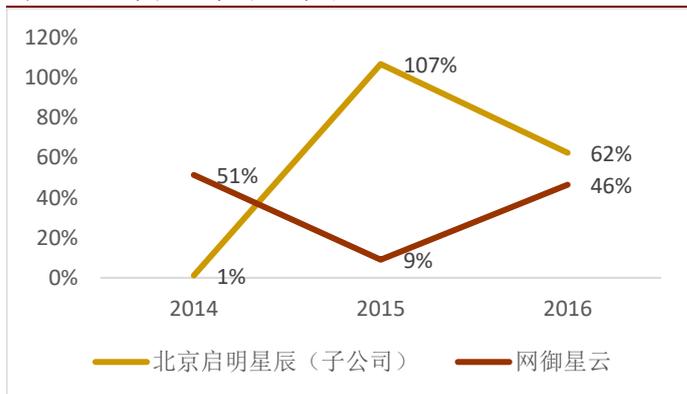
资料来源: wind, 招商证券

图 20 主要子公司收入增速



资料来源: wind, 招商证券

图 21 主要子公司利润增速



资料来源: wind, 招商证券

2.2 渠道建设完善, 紧握核心客户

截止 2016 年底, 公司在全国各省市自治区设立了三十多家分支机构, 拥有覆盖全国的渠道和售后服务体系。公司在政府、军队/军工、电信、金融、能源、交通、烟草、制造、教育、媒体等行业是企业级用户的首选品牌, 在政府和军队拥有 80% 的市场覆盖率, 为世界五百强 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。

图 22 启明星辰渠道建设完善

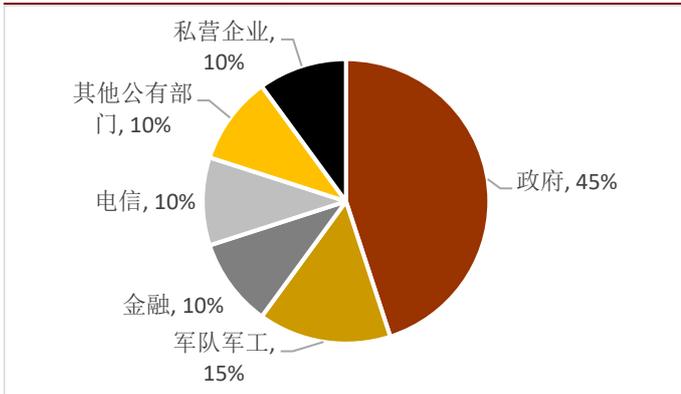


资料来源：公司公告，招商证券

公司销售模式分为直销和分销，直销收入占比 60%，分销收入占比 40%（分销终端客户包括地方政府、金融、电信等）。

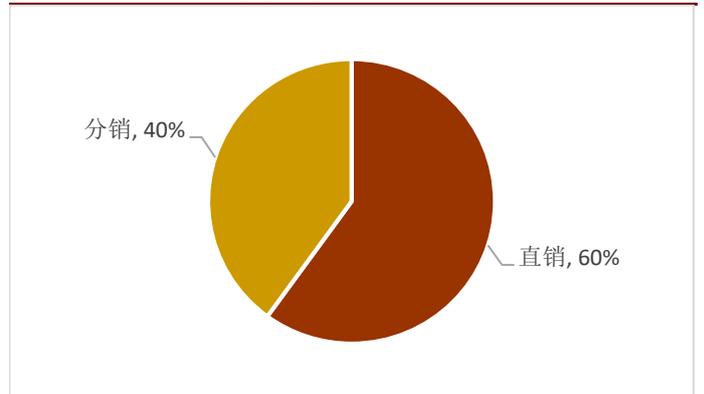
按行业分类政府客户占比达到 45%，军队军工占比 15%，党政军消费占公司比例 60%，紧握网络安全核心客户。

图 23 启明星辰下游客户分类占比



资料来源：招商证券

图 24 启明星辰销售模式占比



资料来源：招商证券

2.3 内部研发与外部收购并举，扩充产品线，布局新领域

2.3.1 研发投入持续增长，积极布局网安新领域

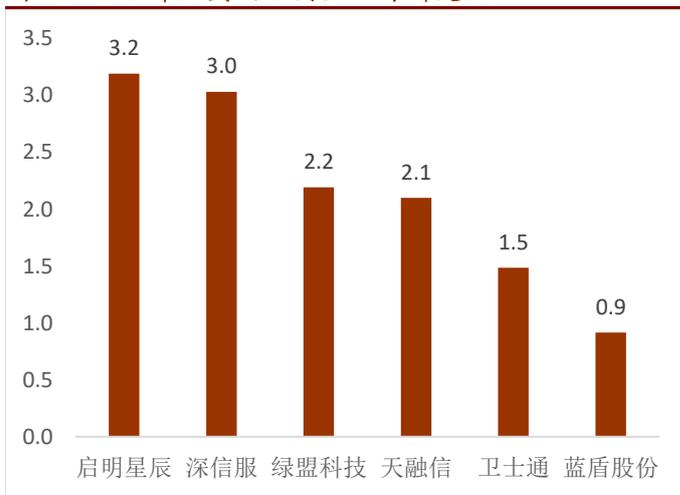
公司研发投入持续加大，积极研发安全运营中心、工控防护系列产品、基于云网安产品等。2016 年研发投入 4.3 亿，研发投入占营收比例 22.3%。研发投入绝对额连续 5 年增长，研发投入占营收比例连续 4 年增长。

图 25 2012-2016 公司研发投入情况



资料来源：招商证券

图 26 2015 年主要网络安全公司研发投入



资料来源：招商证券

公司通过自研项目积极布局网络安全新领域：泰合新一代网络安全运营中心系统研发项目；工控系列产品研发项目；提供 SaaS 安全服务形态的云子可信云；大数据安全管控系统 DSM 项目等。

表 3: 积极布局网安新领域

自研项目	介绍
泰合新一代网络安全运营中心系统研发项目	利用主流大数据技术、云计算技术、机器学习技术，在国内独占鳌头的安全管理平台基础上开发出安全态势感知平台，用于帮助客户解决云计算环境、工业控制环境、大数据环境、智慧城市环境下的全方位安全态势感知及安全独立运营问题。
工控系列产品研发项目	工控防火墙产品是国内唯一取得工控三级最高资质的产品，采用了先进的流量自学习、工业协议深度防护等技术，提升了工业控制网络的网络安全自主可控能力。 工控无损评估检查系统产品采用专业的工控系统漏洞库、先进的物理图像采集手段、全面的合规性检查等技术方法，可以对工控行业的生产系统进行安全风险评估，提升了国家关键基础设施及控制系统网络安全的自主可控能力。 工控漏洞挖掘系统产品研发实现了对中标麒麟、银河麒麟、凝思磐石等国产操作系统及龙芯、飞腾等国产芯片的全面支持
提供 SaaS 安全服务形态的云子可信云	此项目是以最新的 Kubernetes、Docker 技术为核心，构建一套贯通 IaaS、PaaS、SaaS 层的云资源管理和运行平台，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，以按需服务模式交付给广大的中小企业，保护中小企业日常业务安全运行。

入侵分析中心 (DAC) 研发项目	通过与云端或离线的威胁情报配合, 碰撞实时或历史的威胁线索与 行为日志, 提供用户全面的威胁感知能力。该系统可同时集成样本检测模块, 发现 APT 攻击, 生成的用户侧威胁情报信息可 分发应用在 IDS、IPS、网关、终端等联动设备形成完整、闭环的安全解决方案。
大数据安全管控系统 DSM 项目	大数据安全管控系统的成功面市, 既满足了上层应用的开发、云环境下的数据的共享, 又有效防止了数据的泄密。
云管端一体的数据防 泄漏项目	从终端 (、网络、云端三个维度对数据的产生、流转和外发进行全面的监测、管控和溯源, 保护政府、企事业单位的隐私数据、敏感数据不被非法泄漏, 确保数据资源合法、合理使用

资料来源: 公司公告, 招商证券

2.3.2 资本运作拓宽产品线

公司自 2011 年起, 先后并购了网御星云、书生电子、合众数据、安方高科、赛伯兴安、川陀大匠等网安企业。补强了 UTM、数字签名、网闸、数字安全、电磁防护、加密机、终端安全等产品线。

表 4: 公司外延并购列表

收购标的	收购时间	收购股 权比例	对价 (亿元)	业绩承诺	主要产品	主要客户
网御星云	2011 年 5 月	100%	3.24	2011-2013 年扣非净利 润分别不低于 2,510 万 元、2,950 万元、3,420 万元	防火墙, UTM, IPS 等	政府、军队、军 工、能源等
	2014 年 6 月	51%	0.92			
书生电子	2015 年 6 月	24%	0.52	2014-2015 年扣非净利 润分别不低于 1800 万 元、2200 万元。	安全数字签名、电 子印章、电子公文 等	政府、金融、大 企业
	2016 年 6 月	25%	0.66			
合众数据	2014 年 9 月	51%	1.79	2014-2016 年扣非净利 润分别不低于 2000 万 元、2500 万元、3125 万元。	网闸、安全数据交 换系统、单向光 闸、视频网闸等	公安、军队、政 府
	2015 年 3 月	49%	1.54	2015-2017 年扣非净利 润分别不低于 2500 万 元、3125 万元、3610 万元。		

安方高科	2015年3月	100%	2.22	2015-2017年扣非净利润分别不低于1,850万元、2,150万元和2,360万元	抗电磁干扰、介质保护、电磁泄漏防护等	政府、军队
赛伯兴安	2016年6月	90%	5.79	2016-2018年扣非净利润分别不低于3,874万元、5,036万元和6,547万元	网络传输加密、加密认证及数据安全、军队军工行业安全管控	军队和军工企业
川陀大匠	2016年6月	85%	0.27	-	防病毒、数据防泄密和终端安全管理	-

资料来源：公司公告，招商证券

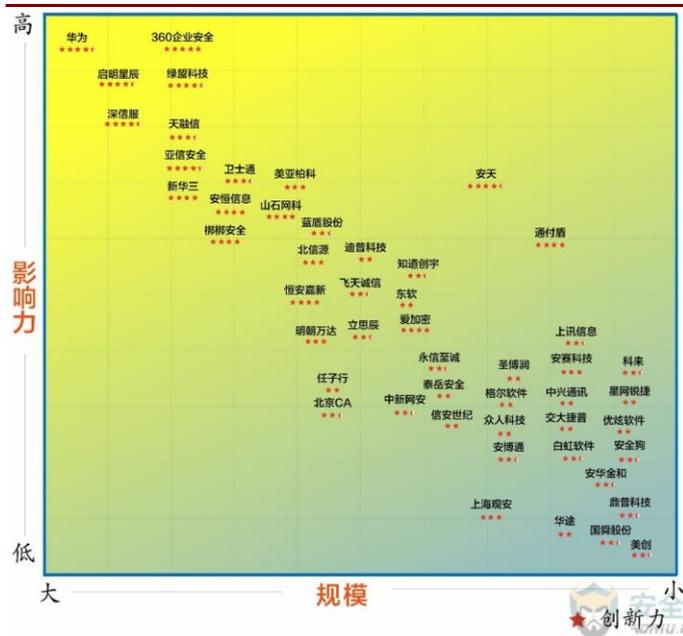
2.4 终成行业领航者

20年的稳步发展，公司行业影响力，市场占有率均名列前茅。

安全牛发布的2017H1网络安全50强显示，启明星辰行业影响力仅次于华为和360企业安全，企业规模仅次于华为，创新能力仅次于360企业安全。

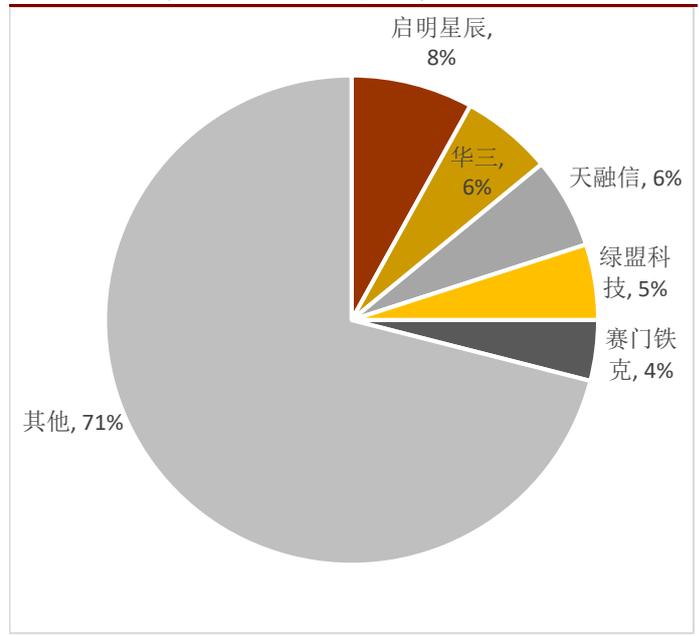
中国信息网数据显示，2016年启明星辰在网络安全市场占有率达到8%，领先于华三、天融信、绿盟科技等，位列全行业第一。

图 27 2017H1 网络安全 50 强



资料来源：安全牛，招商证券

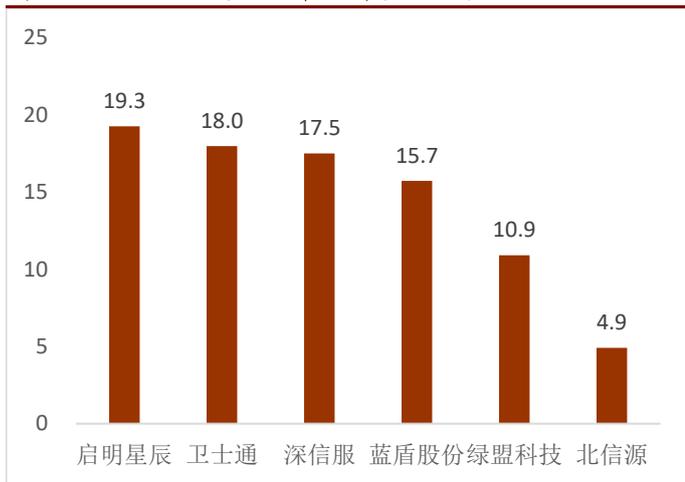
图 28 2016 年网络安全行业市占率



资料来源：中国信息网，招商证券

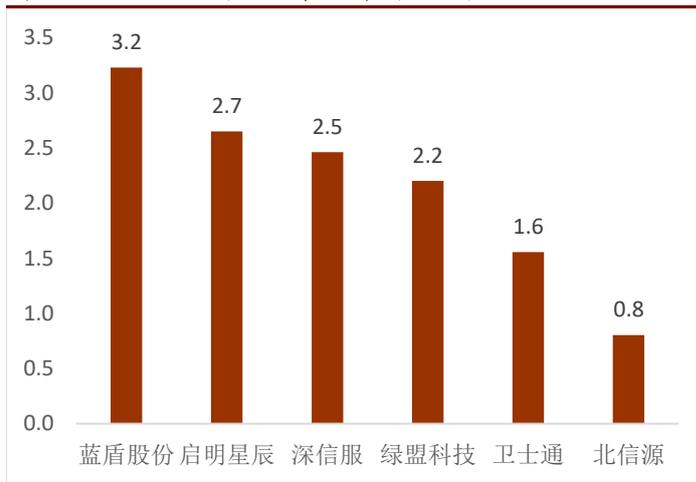
2016年，启明星辰收入及利润体量都领先于同行业上市公司。（蓝盾股份业务中包含电商运营服务，故收入及利润体量较大）

图 29 2016 网络安全上市公司收入比较



资料来源：公司公告，招商证券

图 30 2016 网络安全上市公司利润比较



资料来源：公司公告，招商证券

IDC 数据显示，公司 UTM、入侵检测等产品市占率位列行业第一；安全管理平台、VPN 等产品市占率位列行业第二。网络安全行业主流细分领域，公司产品均极具竞争力。

表 5：主要产品公司市占率及竞争对手

	市场排名	市占率	主要竞争对手
防火墙	3	13%	华为、天融信
UTM	1	24%	华三、山石网科
入侵检测	1	19%	绿盟科技、天融信
安全管理平台	2	21%	绿盟科技、华为
VPN	2	14%	深信服、绿盟科技
漏洞管理	2	17%	IBM

资料来源：IDC，招商证券

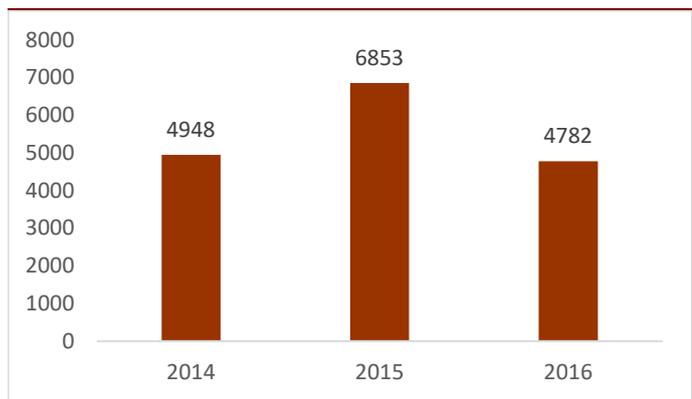
三、网安意识提升，政策强力驱动，行业加速发展

3.1 网络威胁日趋严峻，网安意识逐步提升

普华永道、CIO 杂志、CSO 杂志 2016 年 12 月联合发布了《2017 全球网络安全状况调查》，在过去 12 个月中，中国内地及香港企业检测到的网络安全事件平均数量高达 2,577 起，是前次调查记录的两倍，较 2014 年更是攀升 969%。

本期调查发现，在过去一年中，全球各行业检测到的网络安全事件平均数量有所下降，为 4,782 起，比 2014 年减少 3%。

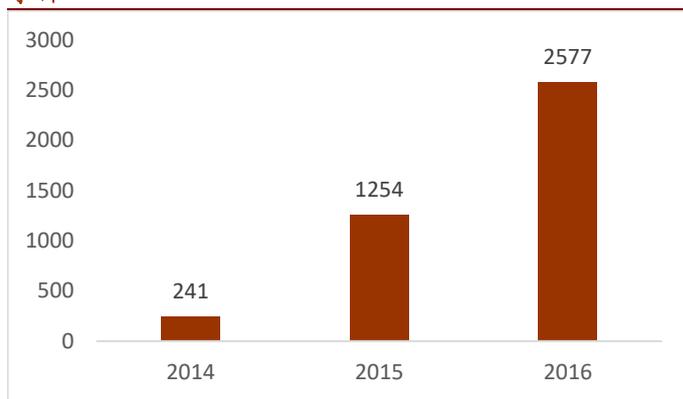
图 31 全球平均每家企业检测到的网络安全事件



资料来源：PWC，招商证券

注：参与调查的企业来自全球 127 个国家

图 32 中国内地及香港平均每家企业检测到的网络安全事件



资料来源：PWC，招商证券

注：参与调查的企业来自全球 127 个国家

国家网络安全漏洞共享平台 (CNVD) 数据显示, 2016 年全国发布漏洞数量 10822 个, 同比增长 34%, 其中高危漏洞 4146, 同比增长 43%。

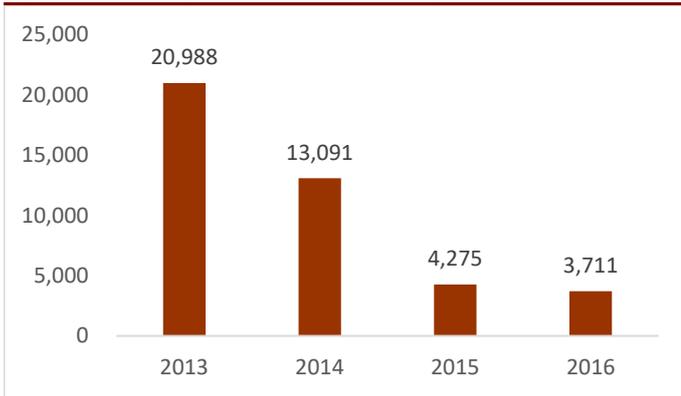
图 33 2012-2016 CNVD 收录漏洞数量 (单位: 个)



资料来源：CNVD，招商证券

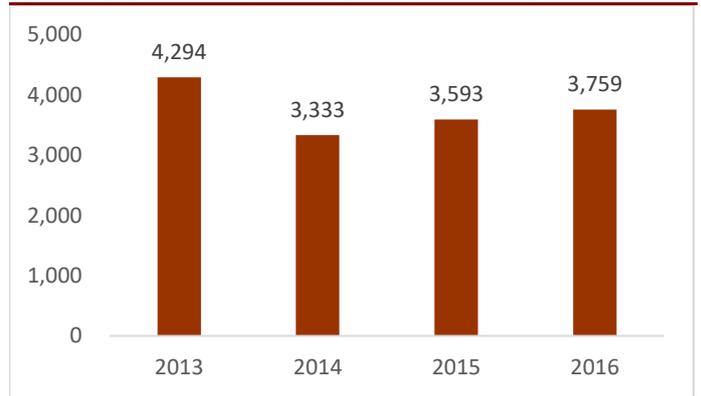
根据工信部统计传统的网页篡改等网安事件已经得到有效防御, 数量大幅减少。感染病毒的网络主机数量也得到控制。但针对移动互联网和工业控制系统等新网络攻击的网安事件爆发式增长。

图 34 被篡改的政府网站 (单位: 个)



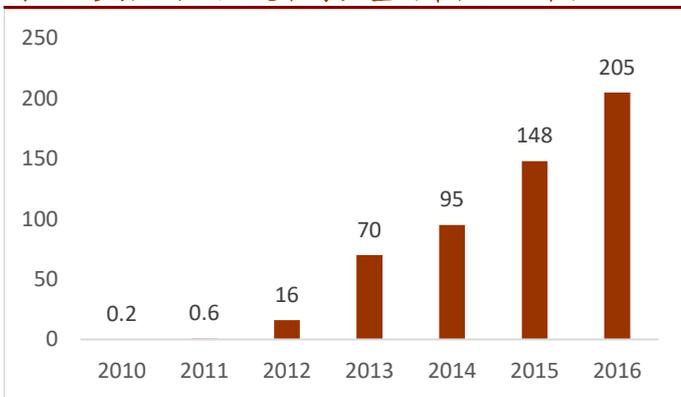
资料来源: 工信部, 招商证券

图 35 感染网络病毒主机数量 (单位: 万个)



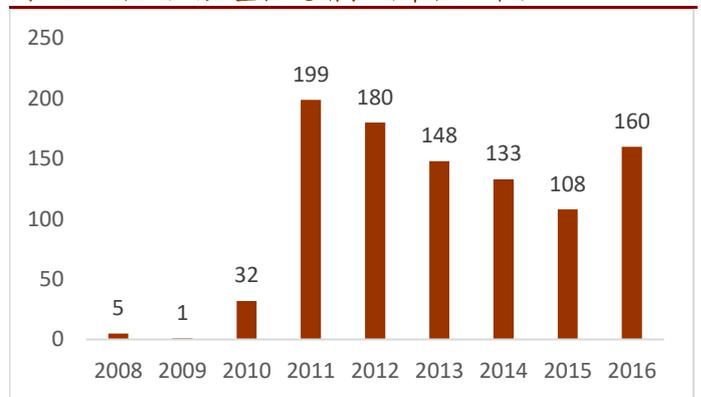
资料来源: 工信部, 招商证券

图 36 移动互联网恶意程序数量 (单位: 万个)



资料来源: CNVD, 招商证券

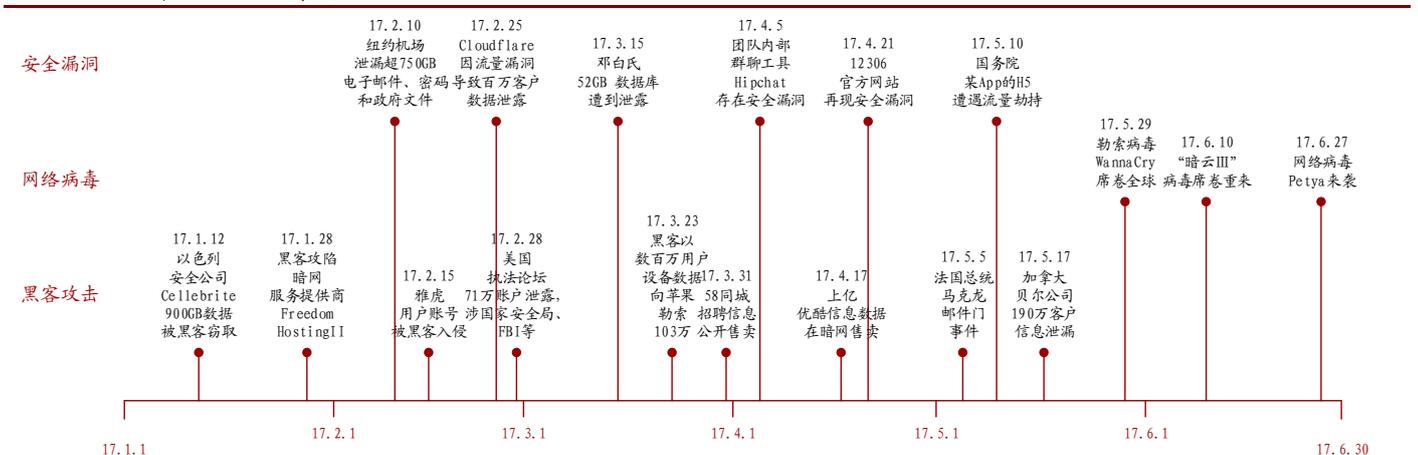
图 37 工控漏洞数量快速增长 (单位: 个)



资料来源: CNVD, 招商证券

2017 年以来, 全球范围重大的网络安全事件层出不穷。如今年 5 月 WannaCry 勒索病毒全球大爆发, 至少 150 个国家、30 万名用户中招, 造成损失达 80 亿美元, 已经影响到金融, 能源, 医疗等众多行业, 造成严重的危机管理问题。

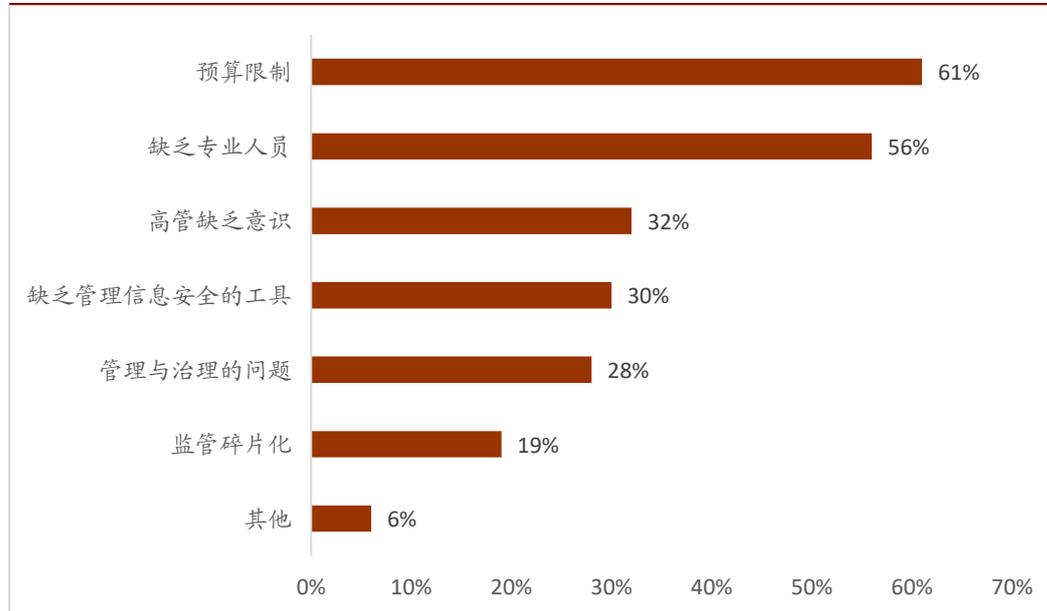
图 38 2017 年全球重大事件



资料来源: 招商证券

根据安永 2017 年发布的《第十九届全球网络安全调查报告》(全球范围调研了 1735 名企业管理人员)显示缺乏资金投入和缺少专业人才是企业网络安全难以为企业带来贡献的原因。

图 39 阻碍网络安全为企业带来贡献的原因



资料来源：安永，招商证券

注：全球范围调研了 1735 名企业管理人员

安永调查结论的背后是企业管理者对网络安全缺乏足够重视，75%的网络安全负责人员没有进入董事会。调查中 31%的人受访者缺乏网络安全意识。49%的企业对网络安全可能带来重大经济损失茫然不知。在网络安全投资比例远低于欧美日本的中国，我们可以判断网络安全的重视程度只会更低。

可喜的是 55%的受访者表示在接下来的 12 个月内，其预算还会继续上浮，高于 2013 年的 50%。同时，实际支出的金额也在增加。

3.2 政策不断加码

2003 年中央办公厅、国务院办公厅转发的《国家信息化领导小组关于加强网络安全保障工作的意见》明确指出“实行网络安全等级保护”。

2007 年公安部会同国家保密局、国家密码管理局和国务院信息化工作办公室下发《网络安全等级保护管理办法》。

范围包括：1) 各大部委、各省级政府机关、各地市级政府机关、各事业单位等；金融行业：2) 金融监管机构、各大银行、证券、保险公司等；3) 电信行业：各大电信运营商、各省电信公司、各地市电信公司、各类电信服务商等；4) 能源行业：电力公司、石油公司、烟草公司；5) 企业单位：大中型企业、央企、上市公司等；6) 其它有信息系统定级需求的行业与单位。上述部门及单位支撑了网络安全行业绝大部分市场。

2014 年，中央网络安全和信息化领导小组成立，网络安全提高到由国家领导人直管。

2015 年，《新国家安全法》首次将网络空间正式上升成为我国继海、陆、空、天后的

第五疆域，将网络安全建设上升为国家战略高度。

2016年，《网络安全法》推出，作为我国第一部全面规范网络空间安全管理的基础性法律，它的施行，标志着我国网络安全从此有法可依，网络空间治理、网络信息传播秩序规范。基于《网络安全法》，网络安全的消费群体进一步扩大，行业增速有望再上台阶。

表 6: 政策不断加码，行业景气提升

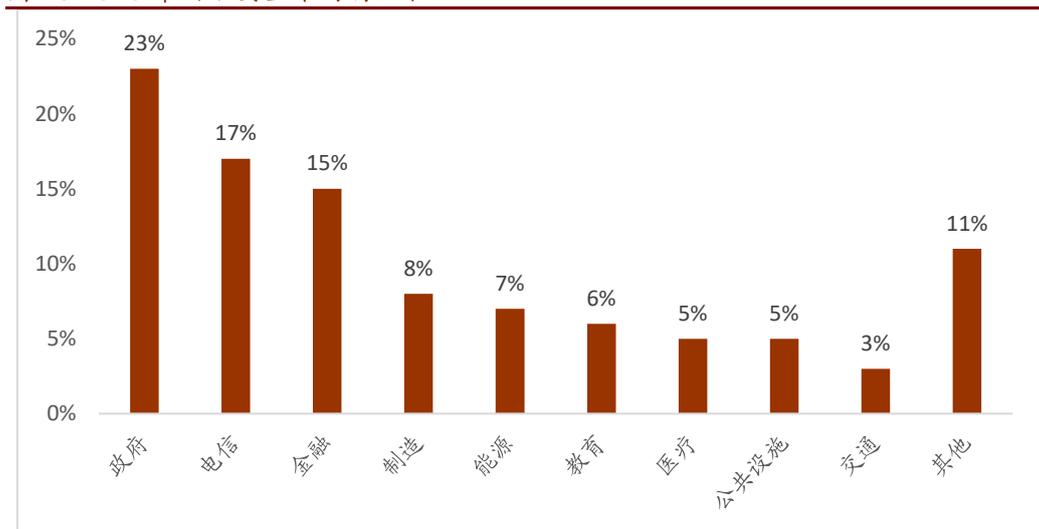
时间	发布部门	重要法规/重大事件
2007年	公安部等四部委	《网络安全等级保护管理办法》
2009年	工信部	《互联网网络安全信息通报实施办法》
2010年	工信部	《通信网络安全防护管理办法》
2012年12月	全国人大常委会	《全国人民代表大会关于加强信息保护的決定》
2014年2月	最高领导人	中央网络安全和信息化领导小组成立
2015年7月	全国人大常委会	《中华人民共和国国家安全法》
2016年9月	工信部	《互联网网络安全管理系统使用及运行管理办法》
2016年11月	全国人大常委会	《中华人民共和国网络安全法》
2017年1月	工信部	《信息通信网络与网络安全规划（2016-2020年）》

资料来源：招商证券

3.3 网安行业发展提速

从网络安全下游行业来看，政府、电信、金融占据了55%的市场。从整体来看超过80%的投资来自于公费支出（中央政府、地方政府、央企、国企）。这充分反映了我国网络安全行业的规模与增速完全体现的是国家的意志。

图 40 2016 年网络安全下游行业占比



资料来源：IDC，招商证券

IDC 预测，2017 年我们网络安全市场规模 32 亿美金，211 亿人民币，同比增长 20%。同时预期 18-20 年行业复合增速 21%。

图 41 我国网络安全市场规模 (单位: 百万美金)



资料来源: IDC, 招商证券

网络威胁日趋严峻、从国家到个人网络安全意识日益提升;《网络安全法》开始施行,法律法规日趋完善;我们判断在这两方面因素共同作用下,行业增长或迎来加速阶段,未来 3 年行业增速或高于 IDC 预测的 21%,复合增速达到 25%。

四、政治周期造成财务短期波动,稳健运营不改业务长期向好

4.1 政府换届造成订单、回款延迟

2016 年 4 季度,全国新疆、安徽、河南等 13 个省召开省级党代会,公司收入超过 60% 来自党政军,换届周期使得党政军投资项目订单及回款延迟,公司 16 年下半年应收款明显提升,同时预收款减少。

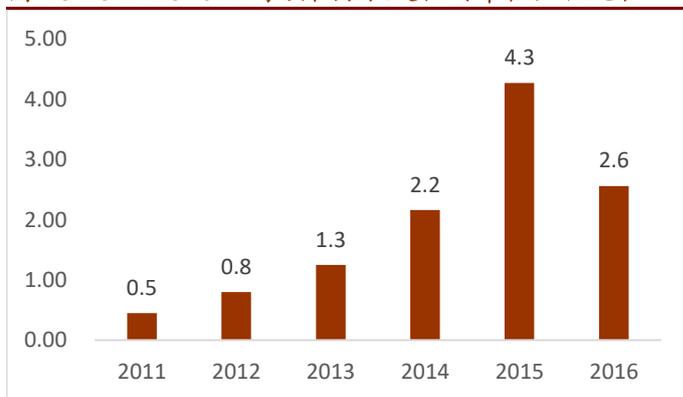
同时安方高科主要以工程项目为主,且业务景气度低于预期,存在体量较大应收账款。

图 42 2011-2016 公司应收账款周变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 招商证券

图 43 2011-2016 公司预收账款变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 招商证券

应收账款增加,预收账款减少使得公司经营性净现金流仅有 0.95 亿,相比 15 年同期

4.17 亿有明显减少。

图 44 2011-2016 经营性净现金流变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 招商证券

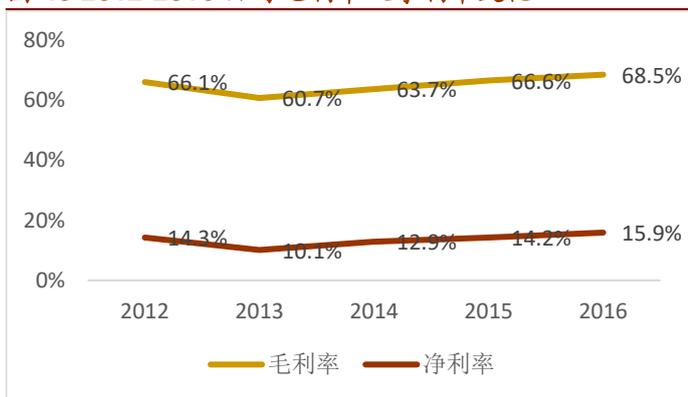
中长期看, 党政军项目在十九大之后会逐步回归正规, 短期积蓄的订单也会逐步释放。安方高科给公司业绩带来的不确定性也会通过资本运作或业务整合消除。

4.2 利润率稳步提升, 费用率结构向好

2016 年公司综合毛利率 68.5%, 同比增长 1.9 个百分点。渠道优势突出, 产品结构优化, 毛利率连续 4 年提升。2016 年公司净利率 15.9%, 同比提升 1.7 个百分点, 盈利能力持续提升。

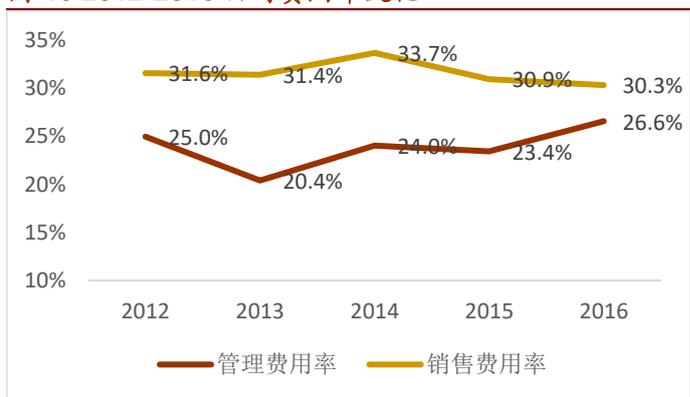
公司渠道建设逐步完成, 客户关系稳定, 销售费用率自 2014 年 33.7% 下降到 2016 年 30.3%, 大幅下降 3.4 个百分点。把更多资源投入到技术研发, 保持产品市场竞争力, 管理费用率稳步提升, 2016 年达到 26.6%, 同比 15 年提高 3.3 个百分点。

图 45 2012-2016 公司毛利率及净利率变化



资料来源: wind, 招商证券

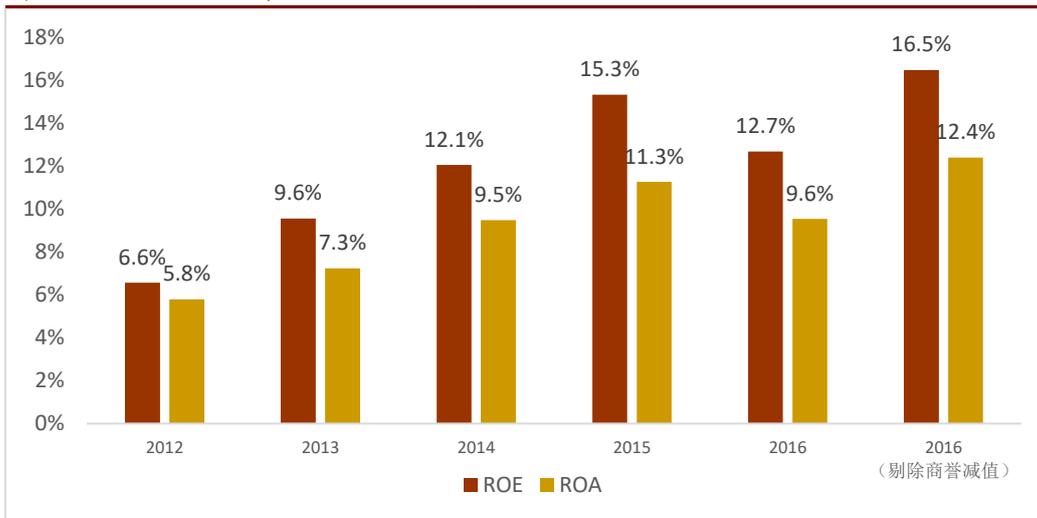
图 46 2012-2016 公司费用率变化



资料来源: wind, 招商证券

公司 ROE 及 ROA 连续 5 年提升, 2016 年 (剔除商誉减值影响) ROE 及 ROA 分别达到 16.5% 和 12.4%, 同比分别提升 1.2 个百分点和 1.1 个百分点。

图 47 2012-2016 公司 ROE 及 ROA 变化



资料来源：wind，招商证券

我们判断近一年的政府换届周期度过之后，党政军对网络安全重视程度会进一步提升，相关投资会逐步增加，公司财务报表所体现出的波动也将消退，数据逐步回归正规。

五、盈利预测与投资建议

启明星辰作为网络安全行业的龙头公司，矗立智慧城市发展浪潮的最前端，引领信息系统深度变革的云时代。突破性的提出全新业务模式——**城市级安全运营中心**：基于过往 20 年的产品、技术、人才积累，运营中心嵌入互联与智能的能力，全方位满足智慧城市在建设、运营中的网络安全需求。

启明星辰提出的城市级安全运营中心指明了网络安全行业未来的发展方向：多角度、全方位、系统性的帮助客户杜绝网络安全危害。这也对网安公司的综合实力提出了更高的要求，同时具备产品、技术、人才、资金、管理、渠道等多方面竞争优势的公司发展前景无疑更加光明。

《网络安全法》于 17 年 6 月 1 日施行，政策红利进一步释放，进一步提升全社会从党政军到普通个人的网络安全意识，网络安全市场景气度进一步提升，行业发展或迎来加速增长阶段。

我们预计公司 17-19 年的营业收入分别为 24.28、31.08 亿、39.48 亿元，归属母公司的净利润分别为 4.58、6.15、7.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.51、0.69、0.88 元，当前股价对应 17-19 年 PE 分别为 44X/32X/25X，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 30.8 元。

表 7: 同行业公司估值对比

公司名称	证券代码	2017 利润 (亿元)	2018 利润 (亿元)	2019 利润 (亿元)	2017PE	2018PE	PB	市值 (亿元)
启明星辰	002439.sz	4.58	6.15	7.91	44	33	7	202
绿盟科技	300369.sz	2.68	3.38	4.35	30	23	3	79
卫士通	002268.sz	1.94	2.83	3.83	97	66	4	188
美亚柏科	300188.sz	2.55	3.32	4.27	34	26	4	86
北信源	300352.sz	1.02	1.38	1.89	72	53	3	73
任子行	300311.sz	1.52	1.77	2.11	45	38	5	68
蓝盾股份	300297.sz	5.01	6.28	7.44	25	20	3	128

资料来源: wind, 招商证券

风险提示

1、并购整合风险

公司上市以来连续做了 6 次并购, 累计商誉 7.4 亿。2016 年因安方高科业绩不到预期, 公司计提商誉减值 6198 万。所并购的企业未来仍然存在盈利能力下滑的可能, 并购整合风险依旧存在。

2、城市级安全运营中心落地缓慢

城市级安全运营中心作为全新网络安全业务模式, 客户接受度存在逐步提升的过程, 客户接受度提升的过程或使得城市级安全运营中心从落地运营进度到最终贡献收入的时间跨度增加, 收入确认延迟。

3、行业景气度低于预期

网络安全行业下游客户超过 90%来自党政军、央企、国企, 受政府换届影响较大。近期多个省市领导换届, 或使得行业景气度低于预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1955	2148	2300	2940	3750
现金	796	522	343	496	646
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	30	27	34	44	56
应收款项	640	926	1094	1339	1700
其它应收款	41	49	62	80	101
存货	186	167	194	248	315
其他	262	456	573	734	932
非流动资产	873	1107	1133	1155	1174
长期股权投资	77	90	90	90	90
固定资产	173	229	277	319	354
无形资产	148	208	187	169	152
其他	475	581	580	579	578
资产总计	2828	3255	3434	4096	4924
流动负债	972	931	1058	1242	1464
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	262	347	420	517	632
预收账款	427	256	311	398	505
其他	283	327	327	327	327
长期负债	56	65	65	65	65
长期借款	0	0	0	0	0
其他	56	65	65	65	65
负债合计	1028	996	1123	1307	1529
股本	830	869	897	897	897
资本公积金	187	438	438	438	438
留存收益	675	918	942	1419	2026
少数股东权益	108	34	34	34	34
归属于母公司所有者权益	1692	2226	2277	2754	3361
负债及权益合计	2828	3255	3434	4096	4924

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	417	95	303	368	410
净利润	244	265	458	615	791
折旧摊销	88	102	56	61	65
财务费用	2	0	(5)	(3)	(5)
投资收益	(21)	3	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	105	(267)	(209)	(310)	(449)
其它	(1)	(8)	8	11	14
投资活动现金流	194	(413)	(81)	(81)	(81)
资本支出	(85)	(159)	(86)	(86)	(86)
其他投资	279	(254)	5	5	5
筹资活动现金流	(77)	40	(401)	(134)	(180)
借款变动	52	151	0	0	0
普通股增加	415	39	28	0	0
资本公积增加	(359)	252	0	0	0
股利分配	(208)	(415)	(434)	(137)	(184)
其他	23	14	5	3	5
现金净增加额	534	(278)	(179)	153	150

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1534	1927	2428	3108	3948
营业成本	483	640	777	995	1263
营业税金及附加	22	22	28	35	45
营业费用	465	474	571	699	869
管理费用	407	550	680	839	1046
财务费用	(2)	(7)	(5)	(3)	(5)
资产减值损失	27	112	38	44	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	(3)	5	5	5
营业利润	152	133	345	504	685
营业外收入	149	169	180	200	220
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	297	298	522	701	901
所得税	42	37	64	86	110
净利润	255	261	458	615	791
少数股东损益	11	(4)	0	0	0
归属于母公司净利润	244	265	458	615	791
EPS (元)	0.29	0.31	0.51	0.69	0.88

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	28%	26%	26%	28%	27%
营业利润	34%	-12%	159%	46%	36%
净利润	43%	9%	73%	34%	29%
获利能力					
毛利率	68.5%	66.8%	68.0%	68.0%	68.0%
净利率	15.9%	13.8%	18.9%	19.8%	20.0%
ROE	14.4%	11.9%	20.1%	22.3%	23.5%
ROIC	7.1%	4.9%	12.9%	15.7%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	36.4%	30.6%	32.7%	31.9%	31.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	2.3	2.2	2.4	2.6
速动比率	1.8	2.1	2.0	2.2	2.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.2	3.6	4.3	4.5	4.5
应收帐款周转率	2.5	2.5	2.4	2.6	2.6
应付帐款周转率	1.9	2.1	2.0	2.1	2.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.29	0.31	0.51	0.69	0.88
每股经营现金	0.50	0.11	0.34	0.41	0.46
每股净资产	2.04	2.56	2.54	3.07	3.75
每股股利	0.50	0.50	0.15	0.21	0.26
估值比率					
PE	76.6	73.8	44.1	32.8	25.5
PB	11.1	8.8	8.9	7.3	6.0
EV/EBITDA	118.4	133.5	52.5	37.0	27.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

张陈乾：招商证券计算机行业高级分析师，北京邮电大学学士、硕士，4 年公募基金，保险资管从业经验。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

范昶蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。