国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

计算机/信息科技

北信源（300352）

开启终端变现之路，打造企业级互联网平台商

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 80.00

当前价格: 64.04

2015.05.12

	符健（分析师）	范国华（分析师）
	021-00000000	021-38674925
	fujian@gtjas.com	fanguohua@gtjas.com
证书编号	S0880515040001	S0880513080022

本报告导读:

终端优势明显，未来有望覆盖 2 亿终端；内网大数据业务订单有望放量增长；未来公司有望成为基于安全的企业级互联网平台商。

投资要点:

- **首次覆盖给予增持评级，目标价 80 元。**受益于传统安全管理业务稳健增长以及大数据业务订单放量，预测公司 2015-2017 年的 EPS 为 0.40/0.53/0.85 元。行业可比公司 PE 均值为 163 倍，考虑到公司大数据业务即将放量，互联网平台服务有望展开，给予其一定估值溢价，给予其 80 元的目标价，首次覆盖给予增持评级。
- **终端优势明显，未来有望覆盖 2 亿终端。**截止 2014 年底，公司终端安全产品覆盖的党政军企终端已达 4000 万台。随着移动端拓展、国产化推进，公司未来有望覆盖 2 亿台终端。
- **内网大数据业务订单有望十倍放量。**基于巨大的终端优势，公司内网大数据业务一期试点已经成功，即将全面推广。相比传统的终端安全管理业务，大数据业务销售额至少有 5-10 倍增长空间。公司原有客户对内网大数据业务需求强烈。作为国内内网大数据业务领先者，公司有望将终端优势转化为企业数据资源优势。通过数据先发采集实现高用户黏性，从而持续获得服务收入。公司内网大数据业务变现之路即将开启。
- **有望成为基于安全的企业级互联网平台商。**基于终端优势和安全优势，公司有望实现从终端监控到终端服务，打造企业级互联网应用分发平台；并通过内生发展及外部合作，持续推进企业级移动应用开发平台与基于安全的移动办公协作平台建设。
- 风险提示：内网大数据业务推广进度低于预期风险。

财务摘要（百万元）	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	228	263	350	493	699
(+/-)%	*20%*	*15%*	*33%*	*41%*	*42%*
经营利润（EBIT）	55	79	110	160	252
(+/-)%	*-13%*	*44%*	*40%*	*45%*	*57%*
净利润	68	68	107	143	228
(+/-)%	*13%*	*0%*	*57%*	*33%*	*60%*
每股净收益（元）	0.25	0.25	0.40	0.53	0.85
每股股利（元）	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率(%)	24.0%	30.0%	31.6%	32.5%	36.0%
净资产收益率(%)	10.5%	9.7%	14.2%	16.9%	22.3%
投入资本回报率(%)	21.3%	18.6%	50.0%	22.9%	39.4%
EV/EBITDA	137.4	199.1	137.4	97.9	62.6
市盈率	252.0	251.3	159.7	119.9	75.0
股息率（%）	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

交易数据

52 周内股价区间（元）	17.26-64.04
总市值（百万元）	17,086
总股本/流通 A 股（百万股）	267/126
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	47%
日均成交量（百万股）	1181.95
日均成交值（百万元）	485.59

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	701
每股净资产	2.63
市净率	24.4
净负债率	-40.89%

EPS（元）	2014A	2015E
Q1	0.00	0.00
Q2	0.04	0.05
Q3	0.02	0.04
Q4	0.19	0.31
全年	0.25	0.40

52周内股价走势图

升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	80%	99%	288%
相对指数	74%	66%	184%

相关报告

行业更新报告《国家安全法二次审议 信息安全春天渐行渐近》2015.4.22

行业首次覆盖报告《强国成长路 信息安全造国家安全之重盾》2014.12.10

模型更新时间：2015.05.12

股票研究

信息科技

计算机

北信源（300352）

首次覆盖

评级： **增持**

目标价格： **80.00**

当前价格: 64.04

2015.05.12

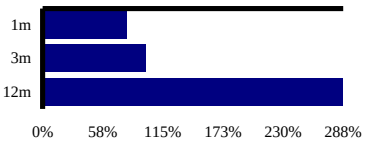
公司网址

web.vrv.com.cn

公司简介

公司是专业从事信息安全的国家级高新技术企业，主营业务为信息安全软件产品的研发、生产、销售及提供技术服务。公司终端安全管理产品和数据安全管理产品功能全面、技术先进、兼容性和扩展性强、部署成本低，获得“国家科学技术进步二等奖”、“公安部科学技术二等奖”和“北京市自主创新产品”等荣誉，在公安部、国家电网、国家税务总局等多个大型网络的使用效果良好。

绝对价格回报（%）

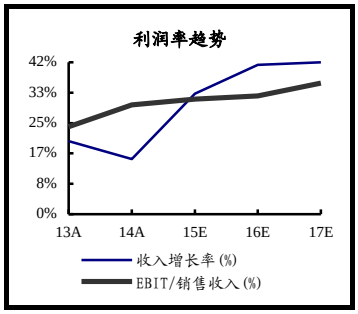


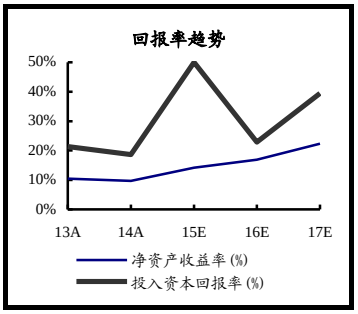
52 周价格范围 17.26-64.04

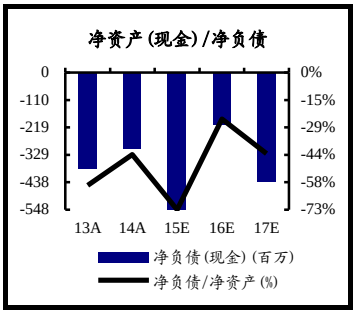
市值（百万） 17,086

财务预测（单位：百万元）

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**228**	**263**	**350**	**493**	**699**
营业成本	47	32	35	49	68
税金及附加	3	4	5	7	10
销售费用	57	66	88	127	169
管理费用	66	82	112	149	200
EBIT	**55**	**79**	**110**	**160**	**252**
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-7	-9	5	13	14
营业利润	**49**	**64**	**104**	**144**	**239**
所得税	0	6	12	16	26
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	**68**	**68**	**107**	**143**	**228**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	386	305	967	967	967
其他流动资产	4	4	0	0	0
长期投资	5	10	10	10	10
固定资产合计	16	46	46	48	52
无形及其他资产	2	28	7	8	10
资产合计	**706**	**792**	**1,309**	**1,800**	**1,794**
流动负债	58	90	553	953	770
非流动负债	0	0	1	3	6
股东权益	648	702	756	845	1,019
投入资本(IC)	**256**	**388**	**198**	**627**	**573**
现金流量表					
NOPLAT	55	72	99	144	226
折旧与摊销	5	6	10	12	14
流动资金增量	-92	-73	104	-430	62
资本支出	-19	-43	25	0	-5
自由现金流	**-52**	**-38**	**238**	**-274**	**297**
经营现金流	-10	-19	223	-274	302
投资现金流	-24	-48	25	0	-5
融资现金流	-12	-13	414	274	-297
现金流净增加额	**-47**	**-81**	**662**	**0**	**0**
财务指标					
成长性					
收入增长率	20.1%	15.1%	33.1%	41.0%	41.7%
EBIT 增长率	-12.7%	43.9%	40.2%	45.1%	57.1%
净利润增长率	12.8%	0.3%	57.4%	33.2%	59.8%
利润率					
毛利率	79.4%	87.9%	90.0%	90.0%	90.3%
EBIT 率	24.0%	30.0%	31.6%	32.5%	36.0%
净利润率	29.7%	25.9%	30.6%	28.9%	32.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.5%	9.7%	14.2%	16.9%	22.3%
总资产收益率(ROA)	9.6%	8.6%	8.2%	7.9%	12.7%
投入资本回报率(ROIC)	21.3%	18.6%	50.0%	22.9%	39.4%
运营能力					
存货周转天数	37	89	65	64	73
应收账款周转天数	321	421	318	353	364
总资产周转周转天数	1072	1040	1096	1151	939
净利润现金含量	-0.15	-0.28	2.08	-1.92	1.33
资本支出/收入	8%	17%	-7%	0%	1%
偿债能力					
资产负债率	8.2%	11.4%	42.3%	53.1%	43.2%
净负债率	-59.7%	-43.4%	-72.5%	-24.6%	-42.8%
估值比率					
PE	252.0	251.3	159.7	119.9	75.0
PB	13.2	24.3	22.6	20.2	16.8
EV/EBITDA	137.4	199.1	137.4	97.9	62.6
P/S	37.4	65.0	48.8	34.6	24.5
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%







目 录

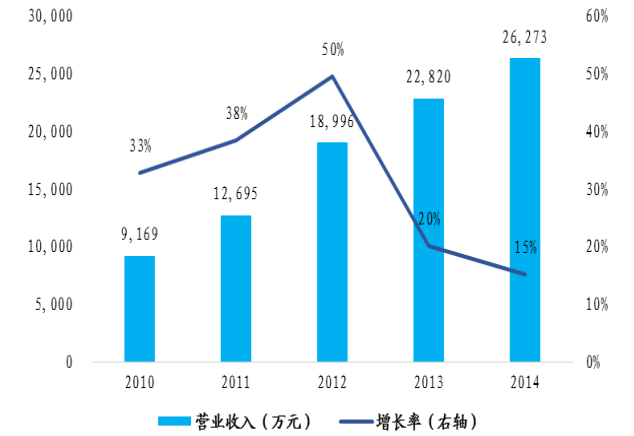
图表目录

1. 终端安全管理龙头，向企业级互联网平台商转型

1.1. 深耕终端安全服务二十载，信息安全管理能力广受认可

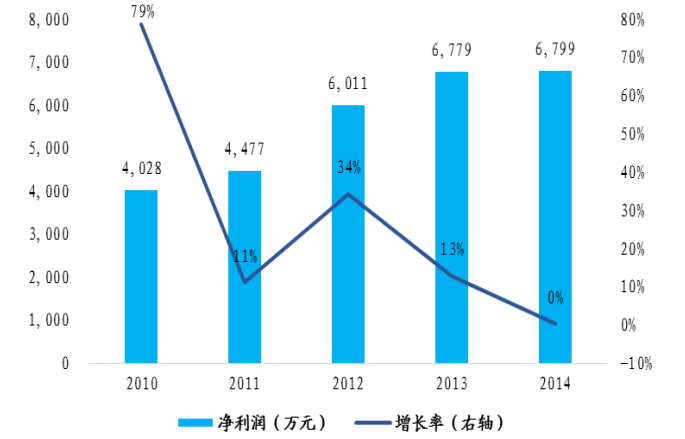
从防病毒厂商到安全管理软件龙头，业绩保持稳定增长。北信源成立于1996 年，凭借集成杀毒、全息备份、智能恢复等功能的“杀毒专家”软件产品成为早期防病毒领域的主要厂商之一。2003 年，公司开始涉足安全管理领域，并逐渐发展为以终端安全管理产品为主的安全管理软件龙头企业。近年来，公司的业绩始终保持稳定增长，2014 年实现营收 2.6 亿元，同比增长 15%，净利 6799 万元，同比增长 0.3%（主要受累于研发投入增长 30%）。

图 1：公司 2010-14 年营业收入逐年提升



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 2：净利稳步增长，14 年受累于研发投入剧增



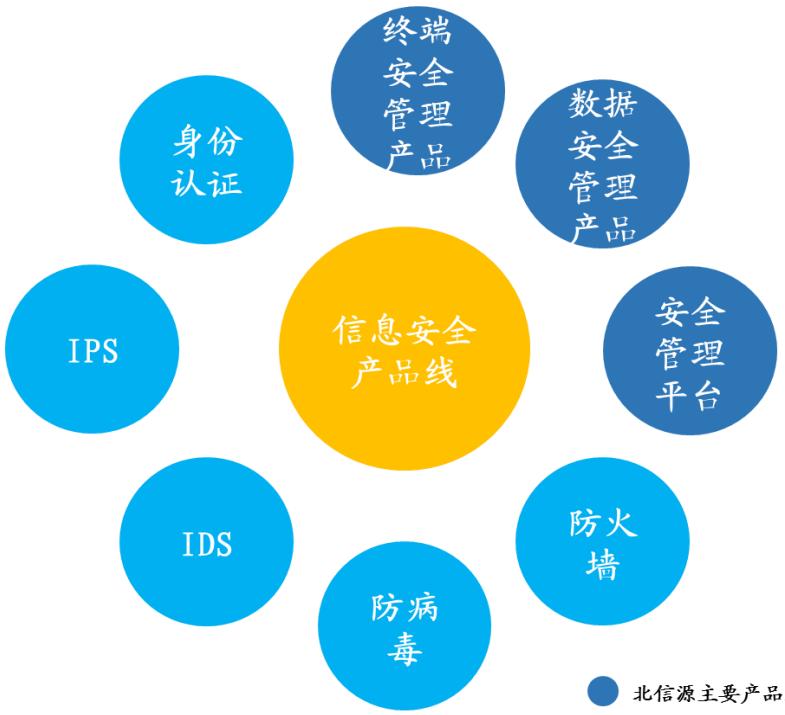
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

信息安全管理能力广受认可，完成多次重大保障任务。在国家级、世界级重大会议保障中，北信源公司为自 2001 年以来历届全国人大会议、2003 年以来历届全国政协会议提供现场信息安保服务，为 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、2010 年广州亚运会、2011 年深圳大运会、2014 年亚信峰会、2014 年南京青奥会等国际国内大型会议、活动提供信息安全产品及现场信息安保服务并屡受嘉奖。

1.2. 终端优势明显：四千万内网终端，重点行业七成高覆盖率

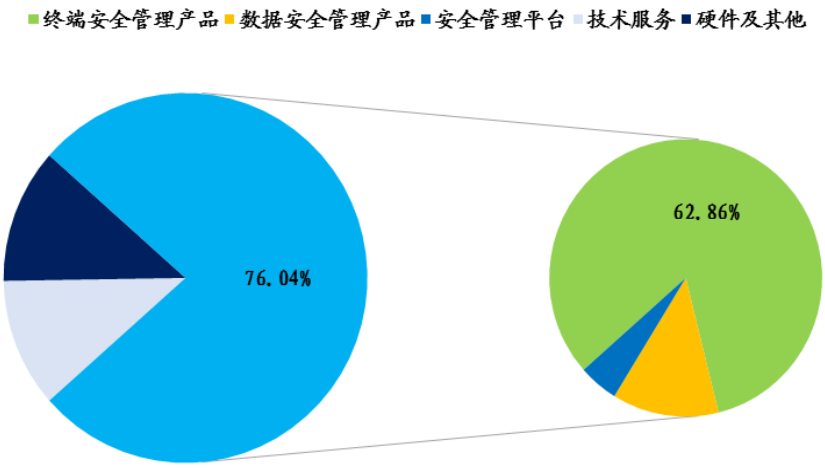
4000 万企业内网终端量，终端安全产品连续八年第一。北信源拥有以终端安全管理、数据安全管理、安全管理平台三大产品线为主的几十款软件，形成了完整的产品簇和全面的解决方案。其中，终端安全管理是核心。根据 CCID 数据，北信源终端安全管理产品已连续八年保持市场占有率第一，目前已经占据约 4000 万台企业内网终端。2014 年，公司 76%的营业收入来自信息安全软件，其中终端安全产品收入就占到了 63%。

图 3：北信源拥有终端安全、数据安全和安全管理平台三大主要产品线



数据来源：《信息安全体系》王斌君、景乾元、吉增瑞等编著、国泰君安证券研究

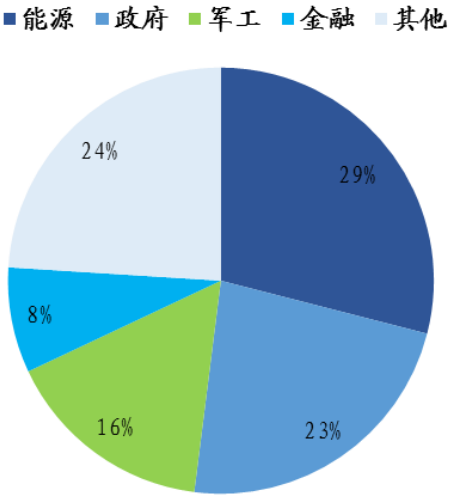
图 4：公司 76%的营收来自于信息安全软件，以终端安全管理产品为主



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

重点行业七成覆盖率，公安、能源等百分百覆盖。公司终端安全产品已覆盖了政府、国防、军工、公安、能源、金融、通信、交通、水利等重点行业中近 7 成客户。在公安、电力、“三桶油”全系统、十大军工集团总部更是实现了 100%覆盖。

图 5：公司 2014 年营收主要来自政府、能源、军工、金融等重点行业



数据来源：公司 2014 年年报、国泰君安证券研究

1.3. 延伸终端优势，终端变现之路开启

4000 万终端远非极限，北信源终端优势有望进一步扩大。

- **1）终端总量上：由 Windows 终端走向“泛”终端。**移动互联、多端口时代，终端概念已不仅仅局限于电脑终端尤其是 Windows 终端，而是另外包含了国产计算机终端、移动终端、虚拟终端等在内的“泛”终端。因此，除原有 Windows 终端安全之外，北信源还向国产计算机终端、移动终端、虚拟终端等其他终端领域延伸。**以每人一台电脑+一个智能终端计算，整个党政军企等非私营部门的终端总量大概在 4 亿左右。**

图 6：北信源将终端概念由 PC 终端拓展至包含虚拟终端在内的“泛”终端

数据来源：公司官网

- **2）终端占比上：受益于 IT 国产化，终端覆盖率有望进一步突破。**

随着 IT 国产化的不断深入，赛门铁克等外资安全企业的产品将逐渐退出非私营部门。**公司未来在“泛”终端领域的覆盖率，将有望达到 50%，即 2 亿终端量，占据更明显的终端卡位优势。**以 IT 国产化政策推行较快的金融行业为例，公司 2015 年以来进一步发力金融大客户，与证券、股份制银行、四大行中的多个龙头有实质性终端安全合作进展。

终端变现之路，起于内网大数据应用。终端安全管理的主要功能为准入控制、桌面管理、行为管控及安全审计等，因此，终端天然具备数据采集的来源优势。公司由此适时推出基于内网大数据应用的各类新产品、新服务，进一步打造泛终端的信息安全综合生态圈。旨在：1）通过大数据加固内网安全；2）通过大数据提升管理效率。

图 7：北信源将基于内网大数据，打造泛终端信息安全综合生态圈

数据来源：公司推介材料

终端变现之路，远不止于内网大数据应用，志在企业级互联网平台商。大数据应用，只是公司基于终端变现的“小试牛刀”。终端本身具备潜在的入口属性，公司有望基于终端优势，通过“云管端”的改造，实现从软件产品向互联网运营的转变。这一点，可类比个人用户端的“360管家”。比如，企业终端本身存在相比个人用户安全性要求更高的应用软件安装需求，基于终端公司可部署软件应用分发平台。公司不仅仅是一家信息安全公司，更有望成为一家基于安全的企业级互联网平台公司。

2. 政策持续落地，信息安全软件行业迎春风

2.1. 国家级信息安全保障体系势在必行，政策仍将持续加码

没有网络安全，就没有国家安全。网络空间已经成为陆、海、空、天之后的第五大主权领域空间，而信息安全作为国家安全的重要组成部分，和国土安全、政治安全、经济安全一样受到国家的高度重视。信息安全行业，正在成为国家重点扶持的战略性产业。

“互联网+”时代，国家级信息安全保障体系势在必行。2015年4月20日，国家安全法草案二审稿提出要建设国家级信息安全保障体系。在互联网成为全社会基础设施背景下，国家级信息安全体系的建立势在必行。这一国家级体系的建立，有望进一步刺激信息安全下游客户，尤其是党政军、大型国企等非私营客户信息安全支出增长。

政策仍将持续加码，信息安全行业有望迎来暖春。基本面来看，信息安全支出作为被动型支出，政策是行业的关键驱动因素。行业层面，“棱镜门”事件以来，国家陆续出台系列政策，政策已经开始逐步落地。随着近期《国家安全法（草案）》“建设国家网络与信息安全保障体系”表述的提出，信息安全产业的事件驱动型机会已经到来。我们预计未来几年网络安全国家战略、网络安全审查制度、网络安全法、网络部队建立等多条重磅政策可能出台，将进一步助推行业蓬勃发展。

图 8：国家陆续出台系列政策，信息安全行业迎来发展良机

数据来源：国家政府网站、国泰君安证券研究

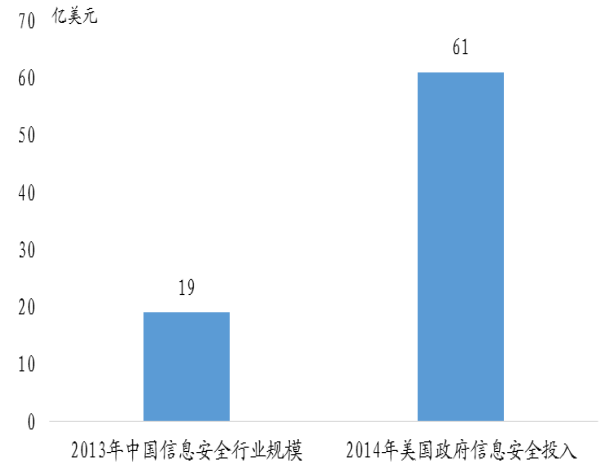
自主可控趋势明显，信息安全软件行业亦将受益。国产替换，自主可控是提升我国信息安全的一大路径。据Gartner数据，至2019年，中国三分之二的数据中心IT基础设施支出将流向中国本土厂商。政策不仅将在硬件支持国产化，更将在软件层面全力支持。如2014年5月，中央机关各部门就被要求所有计算机禁止安装Windows 8操作系统。信息安全软件也将受益于软件国产化的进程发展。1）对于国外安全软件如赛门铁克等的份额替代；2）从Windows操作系统等切换到国产系统后，相应的配套软件也需要进行更换。

2.2. 我国信息安全行业需求不断扩大，市场前景广阔

我国信息安全问题突出，市场需求不断扩大。根据英国《简氏战略报告》对各国信息防护能力的评估，我国属于防护能力最低的国家之一。目前国内95%与互联网相连的网络管理中心都遭受过境内外黑客的攻击或侵入。因此，近年来，我国信息安全需求不断扩大。体现为：1）信息安全需求层次：从中央、省级向地方渗透；2）需求领域：从核心业务安全监控向全面业务安全保护发展；3）需求阶段：从网络实施阶段的安全布置到全程的安全维护转变。

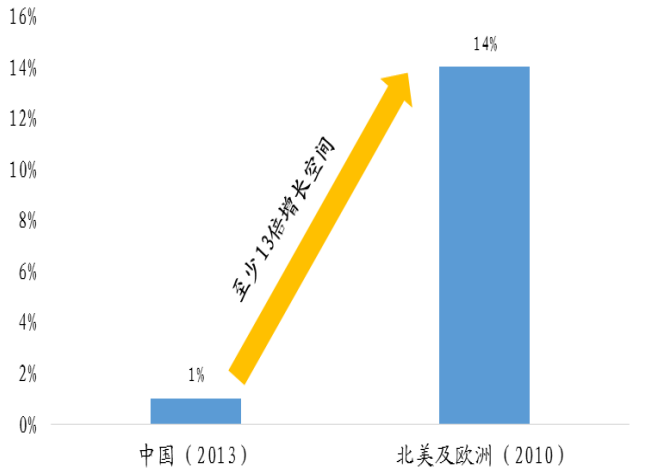
信息安全行业前景广阔。根据IDC 的数据，2013 年，中国IT安全市场规模是19亿美元，约116亿元，不及美国政府信息安全投入的1/3。同时，2013年我国信息安全投入占IT 投入的比重仅为1%; 而根据Forrester的调查数据，2010 年，北美和欧洲的这一比重就已经达到14%。信息安全行业空间巨大。

图 9: 中国信息安全行业规模不及美国政府信息安全投入的 1/3



数据来源：IDC、国泰君安证券研究

图 10: 中国信息安全投入占 IT 投入比例仅 1%，远远落后于北美及欧洲



数据来源：IDC、Forrester、国泰君安证券研究

2016年信息安全行业市场规模有望达到417.87亿元。根据CCID《2013-2014年度中国信息安全产品市场研究年度报告》，2013年，中国信息安全市场规模达到191.39亿元，同比增长21.7%。CCID预测未来三年，中国信息安全产品市场仍将保持快速增长态势，预计2016年市场规模将达到417.87亿元，复合增长率31.2%。

3. 内网大数据应用，开启泛终端变现之路

3.1. 什么是内网大数据？

大数据：根据Gartner的定义，大数据（Big Data）是指需要新处理模式才能具有更强的决策力、洞察发现力和流程优化能力的海量、高增长率和多样化的信息资产。大数据具有4V特点：Volume（大量）、Velocity（高速）、Variety（多样）、Value（价值）。

内网：一般指局域网（LAN），是在一个局部的地理范围内，将各种计算机，外部设备和数据库等互相联接起来组成的计算机通信网。它可以

通过数据通信网或专用数据电路，与远方的局域网、数据库或处理中心相连接，构成一个较大范围的信息处理系统。

内网大数据：内网大数据，顾名思义，是指数据采集来自科研机构、学校、党政军企等内网的大数据。内网大数据与互联网大数据不同，互联网大数据可以通过爬虫技术、电商交易等服务过程进行数据采集。而内网是经物理隔离的，随着信息安全重视程度提高，还会进一步加固隔离，因此无法适用互联网采集方法，只能从内部采集。

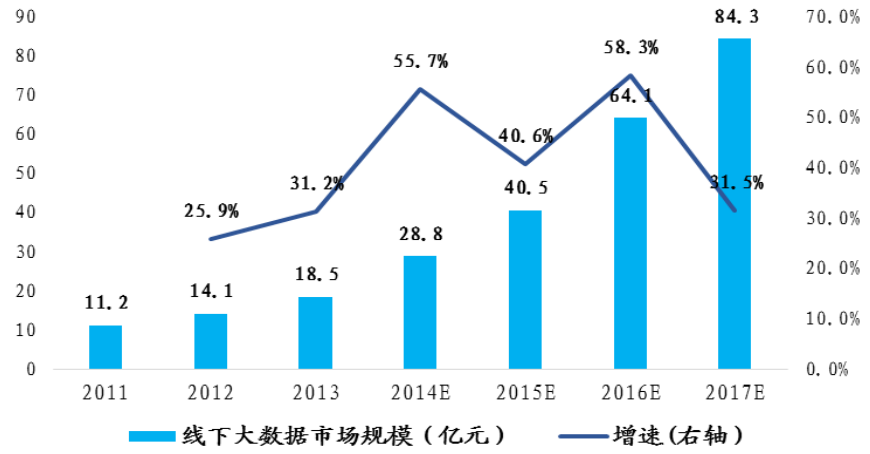
内网大数据的数据量巨大。内网的数据量究竟多大尚无一致的数据结论，但内网属于深网（Deep Web）的很大一部分，而深网的数据量十分庞大。一般认为，深网信息占到了整个网络信息的96%左右，且高速增长。深网是指那些存储在网络数据库里，不能被标准搜索引擎索引的站点。与之相对的称为浅网（Surface Web）,即我们日常可以接触到的。根据Bright Planet公司的《The Deep Web-Surfacing The Hidden Value》白皮书中提供的数据，深网包含100亿个不重复的表单，其包含的信息量是浅网的40倍，有效高质内容总量至少是后者的1000倍到2000倍。

图 11 ： 深网（Deep Web）数据量巨大，内网是其中很大一部分

数据来源：百度百家阑夕专栏

内网大数据应用需求强烈，市场规模巨大。据IDC 2014年5月调查显示，72%的企业认为数据的指数增长和复杂性是目前遇到最大的数据管理调整，迫切需要大数据应用支持。而根据易观智库数据显示，2014年进入大数据应用市场的快速增长期，增长速度将接近30%。预计2016年国内大数据市场规模总量将突破100亿元。其中以内网大数据应用为主的线下市场规模将达到84.3亿元。

图 12：以内网为主的线下大数据市场规模预计将在 2016 年达到 84.3 亿元



数据来源：易观智库、国泰君安证券研究。注：线下大数据市场主要指非互联网数据市场，包括 IT 企业的大数据应用及大数据平台业务市场，不包括大数据基础设施服务市场。

3.2. 企业内网大数据应用领域领先厂商

终端优势构建大数据分析的竞争壁垒。真正的内网大数据必须来自终端，经过客户企业授权而进行合法采集，而这恰恰是北信源的优势。公司当前已占据近4000万电脑终端，覆盖了国内最多的优质党政军企客户，包括公安、国网全网、十大军工集团总部、“三桶油”、金融龙头等。基于安全终端构建的大数据分析的竞争壁垒，使得公司占据了企业内网大数据分析的先发优势。

安全背景为内网大数据保驾护航。内网数据，尤其是党政军系统的数据具有一定的保密性、敏感性，保证储存数据的安全是做好内网大数据的基础。而这，正是北信源传统业务领域。也是基于如此，客户才能真正放心地将数据授权给北信源。这是公司终端优势之外的另一大优势所在。

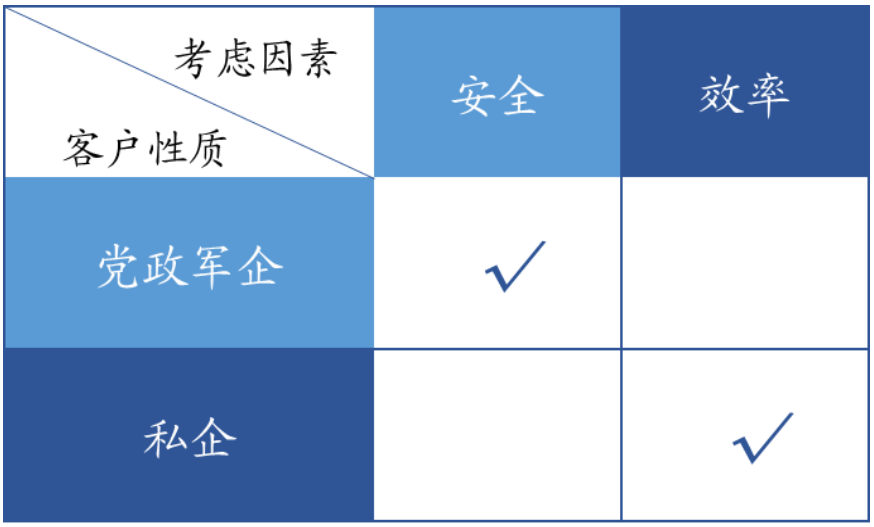
中国企业内网大数据第一家。基于企业内网的大数据分析在美国也是一个刚刚兴起不久的领域，但投融资火热。而在国内，北信源是最早提出并全面实践内网大数据的上市公司。北信源基于大数据分析进行泛终端安全管理，使得企业大数据有了真正切实的应用，并由此推动了企业私有云和存储业务的发展。

克服技术难点，一期试点全面开花。内网大数据难在建模，即采集之后的数据分析与使用，与互联网大数据建模不同，这是一个全新概念，并

且需要针对客户进行个性化设置 。北信源在一期试点中，通过近100人的大数据团队，完成了对于重点客户的建模。随着各个行业大数据项目的建模成熟，将产生规模优势，后期推广仅需对行业共性之外的部分数据进行单独建模，大大降低项目投入成本。当前，北信源在能源、电力系统等多个行业的大数据一期项目已经全面开花、多家试点成功。北信源的内网大数据之路，已然领先同行一步了。

契合客户需求，数据经授权采集，更多更全面。基于大数据分析的安全管理，能够有效实现信息安全的主动管理，避免沙箱等被动防御技术带来的局限性；大数据分析对于提升员工工作效率亦能起到比监控更好的效果。因此不管是党政军企客户，还是私企客户，都有运用内网大数据进行安全管理与效率提升的较强需求。北信源经过客户企业授权，可以通过终端采集到更多、更全面的数据进行大数据应用，而不像ERP厂商仅仅只能基于业务数据做分析，真正做到了大数据采集与分析。

图 13：不论是党政军企亦或私企，对于企业大数据都有较强需求



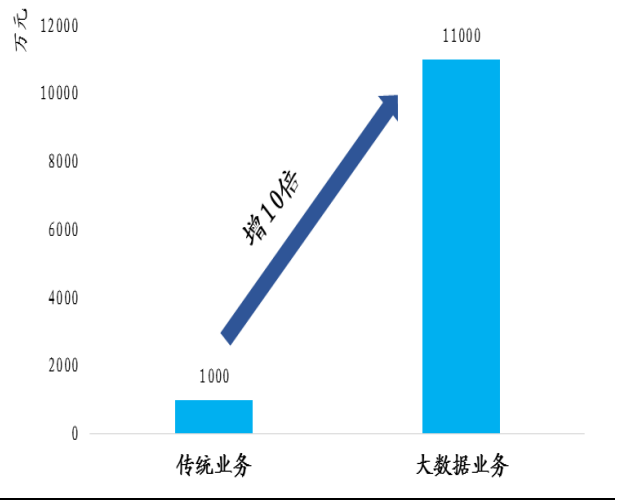
数据来源：国泰君安证券研究

3.3. 内网大数据之路，一步领先，步步领先，十倍业绩放量

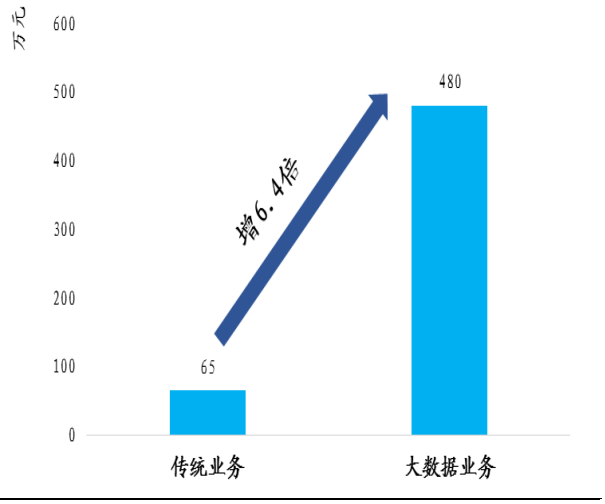
订单放量，同一用户销售额有望五到十倍增长。根据公司在国网、电力、石油行业的大数据一期试点情况来看，就同一客户而言，相比传统的终端安全管理业务，大数据业务销售额至少有5-10倍增长空间。

图 14：某电力行业大客户大数据业务订单额比传统业务增 10 倍

图 15：某石油行业客户大数据业务订单额比传统业务增 6.4 倍



数据来源：公司宣传材料、国泰君安证券研究

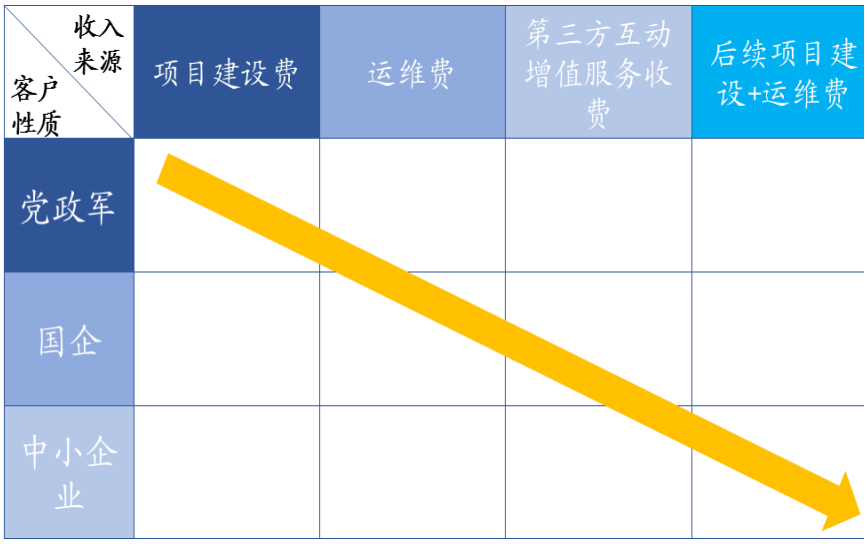


数据来源：公司宣传材料、国泰君安证券研究

更高的企业用户黏度，后续服务收入更为可期。企业内网大数据的应用，必然离不开私有云建设和存储业务的发展。但是相比这些业务的一次性收入，公司更专注于大数据应用所带来的10倍订单放量与持续服务收入。北信源率先切入企业内网大数据领域，对企业数据资源进行先发采集，数据+终端安全的卡位优势，将使得企业用户对公司的业务黏性极高。除了大数据项目的建设费外，运维服务收入（运维服务的频率在半年到一年左右）、与第三方厂商合作的互动增值服务收入、未来客户其他数据应用项目的建设、运维收入等等，都将给公司带来持续不断的收入增长。

渠道拓展，进一步打开大数据应用市场。当前的大数据应用试点主要集中于能源、电力等大型党政军企部门。在这些部门形成的标杆案例，有望向各个行业快速复制推广，从而形成星火燎原之势。对于金融、教育、水利、能源、通信、交通等行业的中小企业而言，一方面信息安全意识不断提升，另一方面对于大数据应用的需求旺盛而技术不足，因此。公司基于大数据分析的安全管理产品在中小企业中市场前景良好。公司也正响应需求，部署渠道覆盖更多的中小企业。2015年4月份公司在浙江的渠道大会，就得到了中小企业极其热烈的响应。

图 16：大数据应用项目收入来源具有持续性，并将逐渐向中小企业拓展



数据来源：国泰君安证券研究

3.4. 内网大数据应用：想象空间巨大，安全+效率仅仅是开始

北信源提出了“大数据加固内网安全，大数据提升管理效率”的全新理念。目前4000万终端每天产生的数据在PB级，而随着公司的产品在移动终端、虚拟化终端和国产化终端上应用的深入，数据量将急剧增加。北信源网络及终端大数据分析平台，采用云到端的一体化、扁平式架构，在保障业务系统的平稳运行与数据全生命周期的安全的基础上，通过对企业级大数据的处理、分析、挖掘、展示，进一步加固内网安全，提升管理效率，优化用户工作流程、加强用户体验，满足大数据应用“3S”的目标。

图 17：北信源大数据应用目前主要满足“3S”目标

数据来源：公司官网介绍，国泰君安证券研究

3.4.1. 大数据加固内网安全

将大数据分析技术应用于信息安全是大数据应用的热门领域。这被称为大数据安全分析（Big Data Security Analytics，简称BDSA），也称为针对安全的大数据分析（Big Data Analytics for Security）。Gartner的一份报告明确指出："信息安全正在成为一个大数据分析问题"。大数据时代，安全数据的地位和价值日渐突出，数据成为了网络安全的关键资源。在大数据时代，安全对抗进一步体现为数据和知识的对抗。

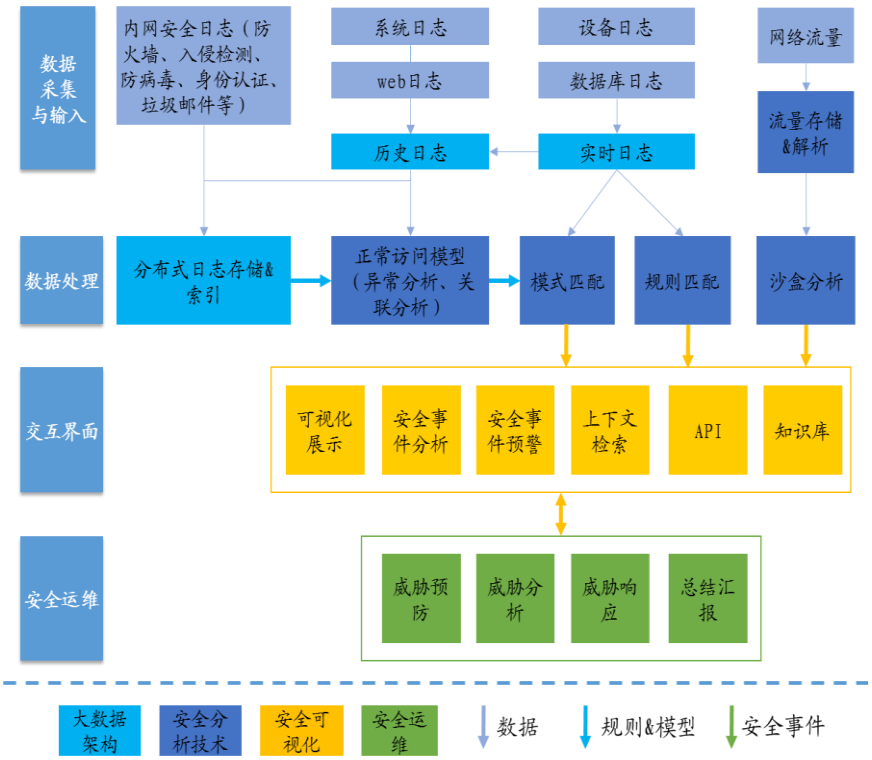
图 18：信息安全是大数据应用的 5 大高价值领域之一

数据来源：IBM

在过去，全面了解安全威胁会耗费相当长的时间，因为海量的、不相干的数据流难以形成简明、清晰的事件"拼图"。数据量越大、数据类型越杂，重构事件所需要的时间也会越长。如果攻击快速且凶猛(例如拒绝服务攻击或快速传播的蠕虫)，那么，花费数天甚至数月的时间去分析、诊断问题就会导致巨大的合规与财务影响。因此，企业迫切需要去了解哪些资产真正处于威胁风险中，哪些资产有补救控制或应对措施?负责企业安全的人员需要监控所有系统的安全状况，包括访问其网络的移动设备和私人设备，并及时确定优先级和补救措施。这一切，都有赖于大数据安全分析。

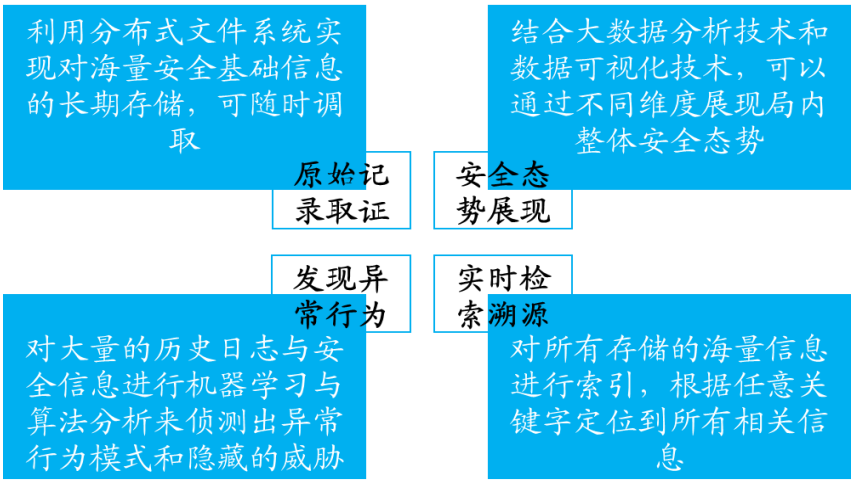
大数据分析技术给信息安全带来了全新的技术提升，突破传统技术的瓶颈。公司旨在通过大数据技术与现有产品的深度融合，打造"大数据"内网安全产品生态体系。1）借助大数据安全分析技术，更好地解决PB级安全要素信息的采集、存储的问题；2）借助基于大数据分析技术的机器学习和数据挖掘算法，能够更加智能地洞悉信息与网络安全的态势，更加主动、弹性地应对新型复杂的威胁和未知多变的风险。

图 19：大数据采集与输入、数据处理、交互界面、安全运维构建起内网大数据安全分析的架构



数据来源：HanSight 官网介绍，国泰君安证券研究

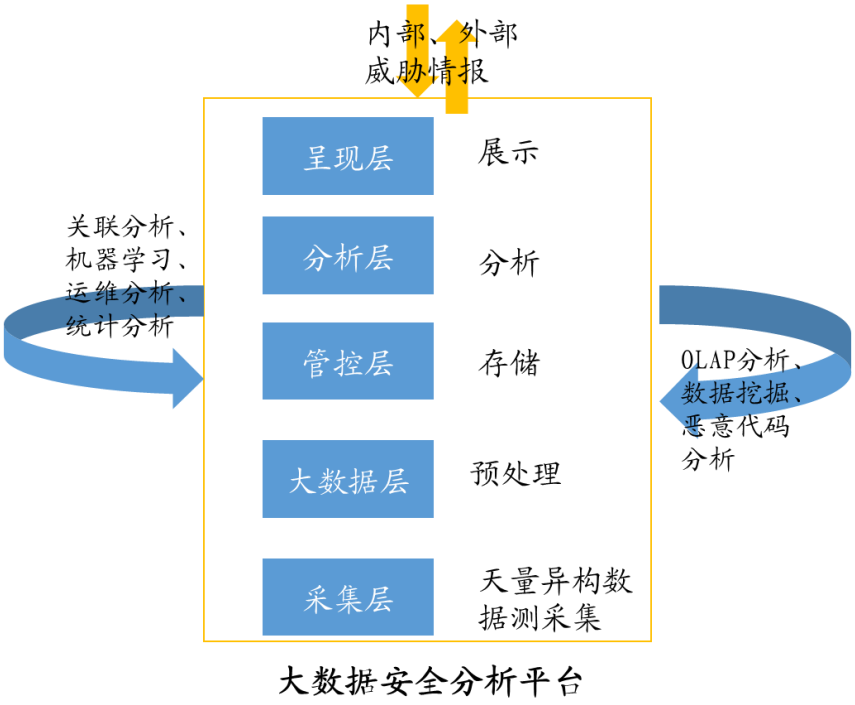
图 20：内网大数据安全分析能够达成原始记录取证、发现异常行为等四大功能



数据来源：HanSight 官网介绍，国泰君安证券研究

大数据安全分析平台是整个大数据安全分析系统的“大脑”。利用平台的数据分析引擎，可以实现安全要素信息的有效组织、实时挖掘、全面掌控和应用等核心功能。大数据安全分析平台负责对分析的结果进行分发，对分析的任务进行调度，将各个分散的安全分析技术整合到一起，实现各种技术间的互动，最终为企业安全决策提供支持。在大数据安全分析平台之下，则是4A系统（认证、账号、授权、审计）、安全运营中心（SOC、安管平台）、DLP（数据防泄露系统）、SIEM（安全信息与事件分析系统）等业务系统。

图 21：大数据安全分析平台为企业提供快捷高效的安全决策支持



数据来源：百度文库

- **利用大数据应对外部安全威胁：通过持续监控发现APT攻击**

传统的安全管理方法应对APT攻击防不胜防。近年来新型外部攻击（APT，Advanced Persistent Threat）的出现，使得企业防不胜防、被动挨打，很难有效主动应对。沙箱等被动防御技术也无法应对企业现有的安全响应需求。现有的IT架构无法处理终端和网络应用带来的海量数据，更无法适应企业提升安全效率的目标。

大数据分析，能够通过为攻击者“画像”，从而主动预测、识别、防范攻击，抢先进行处置。何谓为攻击者画像？攻击者的攻击行为隐藏在海量的安全事件中，通过包捕获，采集到包含攻击流量的天量数据。所有这些天量数据汇聚起来就是安全大数据。通过对这些安全大数据进行实时分析和历史分析，建立行为轮廓，并进行行为建模和数据挖掘，就能帮助安全分析师识别出攻击者及其攻击行为和过程，并提取攻击特征，反馈给安全防御设施进行阻断。

大数据分析使得企业应对外部安全的策略由被动防御变为主动防御。当前的网络环境下，百分百的阻止外部攻击是绝无可能的。因此，被动防御不如主动识别潜在安全威胁，即具备主动防御能力，包括提前获悉网络中的暴露面与潜在攻击者，获悉网络威胁情报。而这一切，都有赖于对海量安全数据的大数据分析。

- **利用大数据应对来自内部的安全威胁：发现反欺诈行为**

利用大数据，能够分析出企业内部非实时的异常情况。如通过海量历史数据的累积采集，发现反欺诈行为。反欺诈行为的特点是由一组单独看起来合法的行为组成，每个行为都不会触发告警。但是如果在一个正确

的时间序列进行观察，模式识别是能够侦测到可疑的行为正在发生。

3.4.2. 大数据提升管理效率

内网大数据提高管理效率，是公司进行内网大数据分析的另一理念。如进行岗位特性分析，大数据能够分析出企业每一个岗位工作的特性，有助于提升员工的工作效率。进一步地，在一些标准化程度较高的岗位上，通过大数据分析能够为岗位提供最优化工作流程建议，或为员工绩效考核提供更科学的定量分析依据等等。

3.4.3. 未来应用场景更加广阔，想象空间巨大

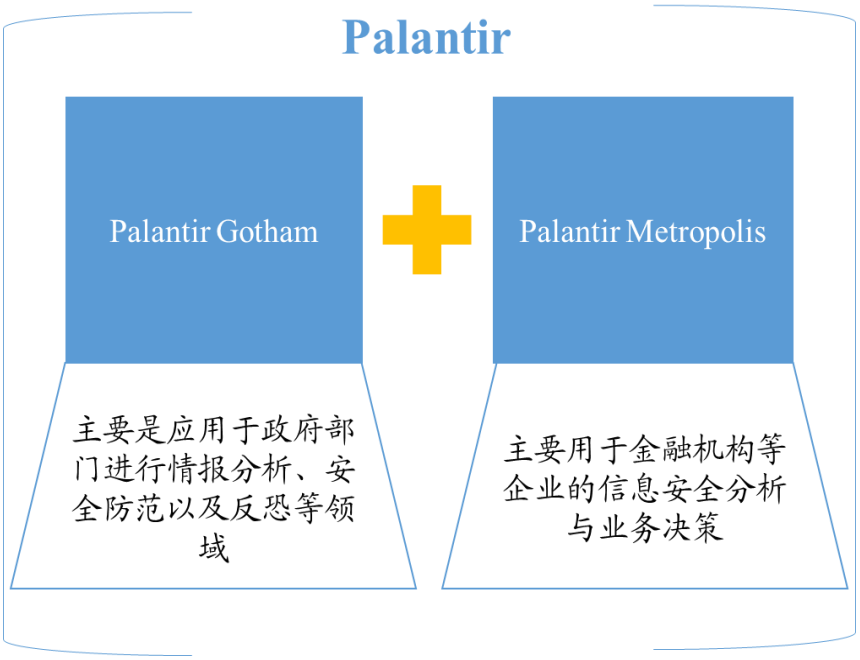
内网大数据商业模式有待成熟，但未来价值巨大。大数据概念的提出至今不到8年，而内网大数据则更晚。大数据的成熟应用场景至今还比较有限，停留在精准营销、数据分析、预测指导等层面，而内网大数据的商业模式更是如此。但谁也不能否认内网大数据在未来的巨大商用价值。

基于大数据分析的安全、效率管理仅仅是开始，更多的大数据应用模式有待开启。未来，随着各行各业与大数据技术的融合深入，更多的应用场景必将不断拓展，想象空间十分巨大。当前，基于4000万台终端，通过大数据安全分析等应用有效切入企业内网大数据领域，卡位客户企业的数据资源优势，将为公司未来更大范围的大数据应用奠定最坚实的基础。

3.5. Palantir：美国信息安全大数据龙头，估值 150 亿美元

创立于2004年的Palantir，估值已经达到了150亿美金。较一年前飙升70%，成为目前全球估值最高的科技初创企业之一。公司主要出售大数据挖掘分析软件，目前业务大多来自银行、保险、零售、医疗保健、石油和天然气等行业。重要客户包括华尔街、NSA（美国国家安全局）、FBI（联邦调查局）及CIA（中央情报局）等。2013年公司收入达到4.18亿美元，且持续保持300%的高速增长，Palantir已经成为全球第一的以开发、销售大数据软件产品为主营业务的公司。

图 22：公司目前拥有 Palantir Gotham、Palantir Metropolis 两大平台产品



数据来源：Palantir 官网、国泰君安证券研究

通过大数据分析助力国防信息安全。Palantir的业务主要面向安全领域。自2009年以来，已经从FBI、国防部和国土安全部获得了超过2.15亿美元的合同，还曾帮助美军捕杀本·拉登。大数据分析平台Palantir Gotham通过视觉化海量数据来发现数据之间的联系，从而为攻击者画像，例如2010年Palantir帮助多伦多大学Munk全球事务学院的科研人员们发现了一个名为“影子网络（Shadow Network）”的网络间谍组织，该组织当时正在从印度国防部窃取机密资料。

大数据技术让公司成为企业信息安全领先者。公司在完善国防信息安全业务的同时，也向企业信息安全领域大举挺进。例如：通过Palantir Metropolis平台为摩根大通等大型银行解决了网络欺诈、网络间谍窃密各种问题，为银行挽回了数亿美元。

3.6. DOMO：企业级大数据分析领先者，估值约 20 亿美元

DOMO成立仅4年，估值20亿美元。成立仅4年的企业级大数据分析公司DOMO，保持了超过100%的年复合增长率。2015年完成的交易额将超过1亿美元，最新一轮融资的估值已经达到了20亿美元。DOMO已经覆盖了近1000家签约客户，包括国家地理、日产、Ogio及施乐等。DOMO通过提供大数据分析软件服务获得收入。年费最低为2.5万美元。有些公司每年在其中投入100万元美元。DOMO的客户保有率达到了150%，因为客户往往每过一年都要增加使用该产品的人头数。

DOMO本质上是一个通过大数据分析为企业决策者提供服务的SaaS平台。在这个平台上，各种各样的海量信息经过DOMO的数据浓缩、提炼、分析，最终在移动终端上进行展现，而企业管理层只需要根据这些信息做出决策即可。在DOMO上面，企业管理层可以在不登陆Salesforce的情况下看到每天的销售状况，在不登录Zendesk的情况下看到售前售后的工

作状况，在不登录APM系统的情况下看到IT和应用的运行状况。

图 23：获取数据之后，DOMO 可以在一个统一的页面进行展示

数据来源：创事记

DOMO获取数据的方式并不依赖于用户的数据库系统，它可以从用户正在使用的各种系统中以API的方式来获取各种各样的数据。DOMO追求的是从不同的数据来源取得N份不同的“大数据”，进行数据的分析和可视化提供给决策者决策，其现实意义远远超过对独立的数据进行所谓的“大数据分析”。

图 24: DOMO 可以从多种多样的来源中直接调用数据

数据来源：创事记

4. 打造基于安全的企业级互联网平台，实现收入十倍跃升

4.1. 从终端监控到终端服务，打造企业互联网应用分发平台

终端升级为“入口”，成为拥有2亿入口的企业级互联网平台商。大数据应用，只是公司基于终端变现的“小试牛刀”。终端本身不仅具备数据采集属性，更具备潜在的入口属性。当前公司已经占据了近4000万的终端，而随着公司移动端、国产端的发力，如上文所论证，终端数有望达到2亿台。公司基于巨大的终端优势，考虑其一贯的执行力，有望从终端监控平台转型终端服务平台，由终端升级为“入口”，成为拥有2亿入口的企业级互联网平台商。

“云管端”改造，实现从软件产品向互联网运营的转变。公司在大数据项目试点过程中，已经开始逐步推行“云管端”的改造。仅在终端上提升功能，增加模块，随着数据量的增大，将极大影响运营效率与用户体验。随着“云管端”改造的深入，公司将实现从软件产品到互联网运营的转变，不仅为公司的内网大数据业务的推广、深化，也为后续的企业级互联网平台转型奠定基础。

基于“终端+安全”优势，公司可部署软件应用分发平台。企业终端本身存在着相比个人用户安全性要求更高的应用软件安装需求，随着企业信息安全自主意识的提升、信息安全法律法规的要求，针对企业用户的应用分发平台成为必然趋势。因此，除了海量的终端优势之外，公司对于安全性的保证，亦成为部署软件应用分发平台的另一大突出优势。**由此，公司不仅仅是一家信息安全公司，更有望成为一家基于安全的企业级互联网平台公司。**

图 25: “企业+安全”，成为北信源与百度等应用分发厂商竞争的核心优势

数据来源：国泰君安证券研究

操作系统国产化趋势下，分发平台亦面临更新。随着党政军企自主可控要求的不断提升，操作系统国产化成为大趋势。在此基础上，企业互联网分发平台亦将面临更新。这正为公司进入分发平台领域提供了机遇。

分发平台，是终端变现的重要渠道。主要的分发平台商如百度和腾讯，都利用生态聚集了大量的开发者和渠道资源，这些将是未来变现的永动机。基于此，拥有流量的百度和拥有用户的腾讯能够连接开发者，实现最大化利益转化。而北信源若建立企业互联网应用分发平台，也将继大数据应用之后，得以实现更长久、稳定的终端变现。

大数据应用可以加深应用分发平台的创新性与用户黏性。示例：百度手机助手。百度手机助手2015年年初推出的6.0版主打“人气”概念，一改传统应用商店的推荐方式，通过大数据分析创建了APP“人气指数”，每一个APP下载页都可以看到过去几天的下载次数，还能预测今天的下载趋势，并以此为依据建立推荐和排行。

- **用户端：**通过大数据分析推出的“人气”APP，使得推荐的APP在某种程度上由用户来决定，有下载量、百度指数等硬性指标来衡量，确保符合大多数用户的喜好，从而增加用户黏性。

- **开发者端：**通过对大数据的分析和对市场的洞察判断，百度应用平台将帮助开发者更准确地把握用户需求和市场走向，在移动应用市场的竞争中掌握着主动权。

图 26：百度手机助手借助大数据分析优化用户体验，增加用户黏性

数据来源：百度手机助手

大数据与应用分发平台的融合，绝不仅仅是推荐“人气”应用。基于重点行业极高覆盖率，可针对行业共性完善软件应用分发平台。公司终端安全产品已覆盖了党政军企等重点行业中近7成客户。在公安、电力、“三桶油”全系统、十大军工集团总部更是实现了100%覆盖。针对客户的不同行业属性，可以在同一行业内、同一全网系统内（例如公安系统、国

网系统、税务系统），利用大数据分析，推荐优质应用软件。

- **同一行业、同一系统应用分发示例：**某大型客户全网有近万个终端，1000多个业务软件。即使对于同一业务软件，因各省市委托开发商不同也会优劣不一，经过大数据分析，在应用分发平台中可以实现对优质应用软件的推荐及同一类型应用的替换、优化建议。

对标91助手，应用分发业务价值有望达160亿元。2013年9月，移动应用分发商91助手以19亿美元的价格被百度收购，当时91助手的用户规模在1.5亿左右。而北信源目前至少拥有4000万终端，未来几年将逐渐拓展至2亿终端。以91助手对标。北信源的应用分发业务价值将至少达到32亿元，未来几年内有望达到160亿元。

4.2. 进军企业级移动应用开发平台与基于安全的移动办公协作平台

企业级移动应用需求转换率仅1%。根据《2014企业级移动应用行业白皮书》显示：2014年，中国企业级移动应用的需求量在20万个左右，行业规模近300亿人民币，比2013年增长了近一倍。然而目前实际能够开发完成的应用数量只有不到2000，转换率仅有1%。

企业级应用建设面临重重困难。许多企业级应用产品本身定制化需求高，且用户本身有时对应用需求并不明确。此外，缺乏企业移动安全平台、应用安全性难以保障、可选企业移动应用数量少、分散难获取等原因，使得企业移动应用建设面临重重困难。

对于开发者而言，应用分发平台占据了主动权，可以推动企业级应用开发建设体系的完善。分发是重要的底层入口，它不仅起到连接用户和开发者的作用，还起到了连接各个产品线的作用。如果北信源能够基于分发平台搭建起完善的应用开发建设体系，推动企业级移动应用的发展，则将进一步连通开发者-入口（终端）-用户，打造完善的企业级移动互联网生态圈。

北信源或有望与BAT合作，或自主研发，直接打造企业级应用，如基于安全的移动办公协作平台。北信源所拥有的巨大终端优势，包括未来的企业级移动终端优势，一直是BAT所觊觎的重要资源。因此不排除公司与BAT合作的可能。我们预计，基于安全的移动办公协作平台将成为公司与BAT合作的一大重点方向。

当前，OA移动办公系统是移动办公协作平台的主要形式，但基于安全的移动商务社交产品却有着更大的空间。在微信等社交产品无法充分保证信息安全的情况下，一款能够充分保证信息安全的商务社交产品将在企业用户中受到欢迎，如打造中国版Telegram。

4.3. 大数据业务有望助推公司收入实现十倍跃升

大数据业务5-10倍订单放量，开启收入十倍跃升之路。公司一期试点成

功的内网大数据业务即将进入全面推广期。根据电力、石油行业试点情况，同一用户大数据业务的订单额是传统业务的5-10倍。而这，还仅仅只是终端变现的开始，公司通过终端优势占据数据先发采集优势，实现高用户黏性，后期持续服务收入更为可观，业务价值有望十倍跃升。

未来2亿终端，打造三大企业级互联网平台。公司当前的终端数已经达到4000万台，随着向移动终端、虚拟终端等泛终端延伸及安全软件国产化替代进程加速，公司未来有望实现2亿终端量。基于巨大终端优势，公司有望化终端为入口，打造基于安全的企业级互联网三大平台——应用分发平台、移动应用开发平台、移动办公协作平台。

5. 首次覆盖给予“增持”评级，目标价 80 元

5.1. 预计公司 2015-17 年 EPS 为 0.40/0.53/0.85 元

我们假设公司安全管理产品、技术服务随着信息安全政策的不断加码而保持稳健增长。同时，我们认为，公司的内网大数据业务将于2015年下半年开始正式推广，有望在2016年起实现高速增长。

我们预计公司2015-2017年净利润分别为：1.07/1.43/2.28亿元，对应EPS分别为0.40元、0.53元、0.85元。

表 1：公司盈利预测

	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
安全管理产品					
营业收入	157.49	193.35	232.00	278.50	332.00
YOY	13.52%	22.77%	19.99%	20.04%	19.21%
毛利率	95.16%	94.58%	95.30%	95.50%	95.08%
技术服务					
营业收入	25.61	39.11	46.20	57.50	74.20
YOY	-6.66%	52.73%	18.13%	24.46%	29.04%
毛利率	89.40%	90.61%	90.41%	90.10%	90.05%
内网大数据产品					
营业收入			38.10	120.10	251.10
YOY				215.22%	109.08%
毛利率			77.22%	88.02%	89.10%
其他产品					
营业收入	45.11	30.27	33.50	37.00	41.30
YOY	89.62%	-32.89%	10.67%	10.45%	11.62%
毛利率	18.66%	42.04%	46.70%	34.60%	33.25%
合计					
营业收入	228.20	262.73	349.8	493.1	698.6
YOY	20.13%	15.13%	33.14%	40.97%	41.68%
毛利率	79.40%	87.93%	88.03%	88.48%	88.74%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

5.2. 首次覆盖给予增持评级，目标价 80 元

公司是终端安全领域的领先厂商，其终端安全管理产品市占率连续多年第一，覆盖至少 4000 万终端，具备较高的竞争壁垒。同时其内网大数据业务一期试点成功，即将全面推广。未来还有望转型企业级互联网平台商，前景广阔。目前市场对其新业务前景认识尚不充分，其市值仍有较大空间。

表 2：行业可比公司 PE 比较（EPS 来源于 wind 一致预期）

	收盘价	EPS				PE				CAGR	PEG	市值
公司名称	5 月 5 日	2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E	2014-17	2015 年	亿元
立思辰	70.04	0.36	0.54	0.75	1.15	192.42	129.49	93.13	60.90	46.73%	2.77	205.87
绿盟科技	162.14	1.08	1.47	1.89	2.55	150.13	110.14	85.97	63.58	33.16%	3.32	232.17
启明星辰	60.50	0.41	0.55	0.77	1.06	147.56	109.52	78.61	57.08	37.25%	2.94	251.15
卫士通	84.80	0.55	0.47	0.71	1.20	153.54	180.00	120.15	70.67	29.52%	6.10	366.78
中国软件	48.45	0.07	0.18	0.43	—	692.14	269.17	112.67	—	147.85%	1.82	239.62
蓝盾股份	70.39	0.18	0.40	0.59	0.97	391.06	178.16	119.45	72.57	75.32%	2.37	155.29
平均值		**0.44**	**0.60**	**0.86**	**1.39**	**287.81**	**162.75**	**101.66**	**64.96**	**61.64%**	**3.22**	**241.81**
北信源	64.04	0.25	0.40	0.53	0.85	256.16	160.10	120.83	75.34	50.37%	3.18	170.86

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.40/0.53/0.85 元。行业可比公司 2015 年 PE 均值为 163 倍，考虑到公司传统安全管理产品较高的竞争壁垒和内网大数据业务爆发在即，给予公司 200 倍的 PE，对应股价为 80 元。

行业可比公司针对 2015 年的 PEG 为 3.2 倍，考虑到公司未来业务较行业更具爆发性，给予 4 倍的 PEG，未来三年复合增速为 50.37%，则公司股价应为 81 元。

综合考虑，我们给予公司 80 元的目标价，首次覆盖给予增持评级。

6. 风险提示

1.政策风险。若国家对于信息安全、自主可控等政策方向有所调整，公司的终端安全业务与大数据安全分析业务的覆盖、推广速度将会变慢。

2.内网大数据业务推广速度低于预期。若公司内网大数据业务推广不力，速度可能低于预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com