

优炫软件 (430208.OC)

深度分析

数据信息安全解决方案供应商

投资要点

北京优炫软件股份有限公司成立于2009年2月,注册资本8500万元。公司专注于信息安全领域,为数据安全、管理、挖掘提供卓越的产品、服务及全方位的解决方案。公司拥有 Uxsino RS-CDPS 核心技术,在金融、政府领域已深耕多年,目前正积极向能源、卫生等关键领域开拓。公司不断加大研发力度,数据库安全、业务性能监控系统等多项产品进展显著,将为公司后续快速发展奠定基础。公司2015年营业收入1.4亿元,同比增长44.04%,净利润3201.15万元,同比增长17.56%。

◆ **信息安全事件频发,国家推动国产化替代:** 棱镜门事件引发国际对信息安全形势的担忧,目前我国信息安全事件频发,2014年国内外报告的网络安全事件达到56180起,新兴的攻击技术与病毒不断出现,事态愈发严重。在后棱镜门时代,国家高度重视信息安全防护,逐渐打破国内金融、电信、能源、政府等重要行业信息化市场被国外厂商垄断的局面,推动国产化替代,使得国内厂商逐渐收益。

◆ **信息安全市场增长显著,行业层次不断延伸:** 国内信息安全市场投资比例远低于欧美发达国家,国内信息安全投资占IT行业总投入低于2%,而发达国家在10%左右。目前我国安全市场表现出体量大、增速高的特点。据中国电子信息产业统计年鉴数据显示,2014年我国信息安全产品收入规模在739.8亿元,2012至2014年年均增长率高于40%。随着参与者的逐渐增多,行业内部会逐渐出现分化,企业级安全市场逐渐受到追捧,安全产品层次更广、范围逐渐延伸、更加注重防“内”、集成化程度也逐渐增强。

◆ **产品技术不断创新,客户向能源、卫生行业拓展:** 公司依托北京、西安、成都、北美四大研发中心,积极开发新的产品线。通过自身团队储备以及外部合作积极加强技术实力,数据库安全产品、业务性能监控产品等都将成为公司下一个盈利增长点。同时公司在原有金融、政府等优势行业做大做强,积极拓展能源、卫生行业客户,将会在2016年业绩中逐步释放收入。

◆ **投资建议:** 我们公司预测2016年至2018年每股收益分别为0.51元、0.78元和1.22元。给予“买入-A”评级,参考A股和新三板对标公司估值情况,我们给予优炫软件18.36元/股的目标价。

风险提示: 税收优惠政策变化影响公司业绩的风险、技术开发和升级滞后风险、公司无形资产减值风险

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	97.4	140.2	199.2	279.4	370.2
同比增长(%)	16.3%	44.0%	42.0%	40.3%	32.5%
营业利润(百万元)	16.4	24.2	41.5	69.0	113.1
同比增长(%)	114.1%	47.4%	71.3%	66.1%	64.0%
净利润(百万元)	29.2	32.0	43.6	66.7	104.0

投资评级

买入-A(首次)

6个月目标价

18.36元

股价(2016-06-13)

13.27元

交易数据

总市值(百万元)

1,136.45

流通市值(百万元)

724.98

总股本(百万股)

85.00

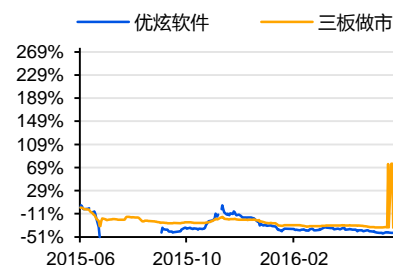
流通股本(百万股)

54.22

12个月价格区间

12.17/25.70元

一年股价表现



资料来源:贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-13.58	-13.92	-15.41
绝对收益	-17.7	-20.01	-51.94

分析师

王刚
SAC 执业证书编号: S0910515070001
wanggang@huajinsc.cn
021-20655693

报告联系人

盖斌赫
gaibinhe@huajinsc.cn
021-20655584

相关报告

同比增长(%)	98.8%	9.7%	36.1%	53.0%	55.9%
每股收益(元)	0.34	0.38	0.51	0.78	1.22
PE	38.6	35.2	25.9	16.9	10.8
PB	8.6	3.1	2.7	2.4	2.0

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、国内数据安全领域解决方案领先供应商	5
二、信息安全产品重点转向防内，市场达到千亿规模	6
(一) 信息安全事件频发，波及范围不断扩大	6
(二) 中央安全防护加强，国产厂商受到青睐	8
(三) 相比发达市场仍较落后，市场前景可观	10
三、多层次核心数据安全防护产品助推公司业务快速增长	11
(一) 操作系统安全产品优势明显，未来实现多点开花	11
1、信息安全市场层次不断延伸，公司内防产品技术过硬	11
2、内部培养加外部引进构筑强大技术壁垒	15
3、操作系统安全产品逐渐打入能源等其他行业，利润将实现明显提升	17
(二) 业务性能监控测试通过，收入起飞在即	19
(三) 数据库安全产品技术难度大，公司研发力度加大	23
四、产品带动服务加码，客户范围不断扩大	23
(一) 成长进入快车道，盈利能力突出	23
(二) 研发+渠道：两架马车拉动业绩前行	25
五、估值及盈利预测	27
六、风险提示	28

图表目录

图 1：公司五大核心产品	5
图 2：公司下游所处行业	5
图 3：公司客户情况	5
图 4：股权结构图	6
图 5：境内被篡改网站数量大幅增长	7
图 6：2015 年病毒类型统计	8
图 7：APT 特点	8
图 8：中国与欧美信息安全投资占 IT 行业总体投资比例	10
图 9：2015 年信息安全投入的企业占比（%）	11
图 10：2014 年信息安全三大类产品市场规模占比	11
图 11：信息安全产品收入（亿元）和收入增长率（%）	11
图 12：信息安全产品与服务分类	12
图 13：安全产品生命周期	12
图 14：信息科技风险管理控制平台架构图	14
图 15：Uxsino RS-CDPS 安全防护结构图	14
图 16：Uxsino RS-CDPS 核心技术	15
图 17：Uxsino RS-CDPS 优点	15
图 18：员工教育程度占比情况	16
图 19：在职员工按工作性质分类情况	16
图 20：平均每周恶意软件攻击事件频度行业分布	17
图 21：能源信息安全目标市场分类	18
图 22：2013 年至 2015 年能源行业 IT 投资规模	19
图 23：电力信息安全主要目标客户	19

图 24：业务性能监控系统功能介绍	20
图 25：中国金融行业信息化投资规模（亿元）	21
图 26：中国银行业金融机构资产规模变化情况.....	21
图 27：银行面临的安全隐患	21
图 28：银行业金融机构数量统计	22
图 29：商业银行占比情况.....	22
图 30：信息安全市场规模.....	22
图 31：公司 2014 和 2015 年主营业务收入构成.....	24
图 32：2013-2015 年营业收入、营业利润和净利润（百万元）	24
图 33：2013-2015 公司毛利率和净利率（%）	24
图 34：2011-2015 年三费费用率（%）	25
图 35：公司及主要竞争对手财务指标对比.....	25
图 36：近两年公司研发投入金额（万元）和研发投入比例（%）	26
图 37：公司销售网络重点覆盖地区	26
表 1：近期国内重大信息安全事件	7
表 2：国家出台相关政策.....	8
表 3：国产化替代相关事件	9
表 4：信息安全龙头企业并购案例	10
表 5：信息安全客户分类.....	13
表 6：公司与竞争对手人才储备和激励政策对比.....	16
表 7：国家政策支持能源信息安全发展落实	17
表 8：公司盈利预测结果.....	27
表 9：主板公司对标情况.....	27
表 10：新三板公司对标情况	28

一、国内数据安全领域解决方案领先供应商

北京优炫软件股份有限公司成立于 2009 年 2 月，于 2012 年 11 月整体变更为北京优炫软件股份有限公司，注册资本 8500 万元。2013 年 1 月登陆新三板，目前主办券商为中信建投证券。2014 年 12 月 25 日，公司股票转让方式由协议转为做市，包括主办券商在内共 15 家券商参与做市。

优炫软件专注于信息安全领域，为数据安全、管理、挖掘提供卓越的产品、服务及全方位的解决方案，致力于为用户提供多层次的核心数据安全防护产品，主要产品包含操作系统安全、运维安全、数据库安全、业务安全、可信计算五大类产品，可为各行业用户的核心数据安全提供整体解决方案。

图 1：公司五大核心产品



资料来源：公开转让说明书，华金证券研究所

公司技术优势明显，获得了高新技术和双软企业认证、国家级高新技术企业、海淀创新认证企业，通过保密涉密认证、公安部评测和军工产品认证等。公司拥有软件著作权 21 项，发明专利 4 项。

公司通过提高研发能力，提供优质产品及服务，开发业内知名标杆客户，并通过示范效应及渠道建设迅速拓展新客户，持续增强公司发展及盈利能力。目前优炫软件的客户遍布金融、能源、通讯、教育、卫生、国防、政府等领域，包括中国人民银行、国家统计局、中国移动、中国联通、中国航空工业集团公司、中国华能等。

图 2：公司下游所处行业

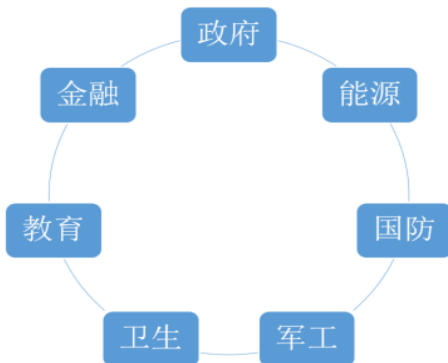


图 3：公司客户情况



资料来源：公开转让说明书，华金证券研究所

资料来源：公司官网，华金证券研究所

梁继良是公司的创始人之一，一直为公司第一大股东，担任公司的执行董事（董事长）兼总经理。梁继良直接和间接持有公司 30.42% 股权，为公司的控股股东和实际控制人。前十名股东之间不存在关联关系。

图 4：股权结构图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

优炫软件自挂牌以来共成功完成 5 次定增，募集资金 26862.6 万元。注册资本由初始 50 万元增加到目前 8500 万元。

我们看好公司在信息安全内防方面的技术实力，产品的布局及研发拓展以及公司在金融、政府、能源等领域的渠道优势。相比市场一般观点，我们更看重公司主打产品操作系统安全在能源及其他领域的业务拓展、金融领域业务性能监控产品的成熟以及探索数据库安全方面的产品研发。

二、信息安全产品重点转向防内，市场达到千亿规模

（一）信息安全事件频发，波及范围不断扩大

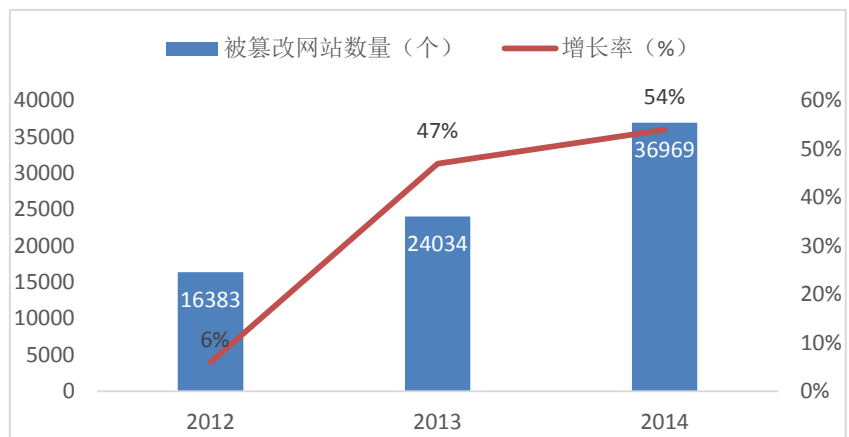
棱镜门引爆国际对信息安全形势的担忧。2013 年 6 月由美国中情局前特工爱德华·斯诺登曝光的“棱镜计划”，包括美国国安局和英国通信情报局的五大情报机构一直在合作建立一个全球互联网映像系统，作为其“藏宝图”监视计划的一部分。藏宝图计划的目标是监视整个互联网，随时随地掌握被监视人的行踪。这一事件引发了人们对互联网高度发达时代信息泄露的担忧和网络安全事件的惊慌，也将网络安全问题推向了风口浪尖。

信息安全事件频发，信息安全防护受关注。根据国家互联网应急中心(CNCERT)发布的《2014 年我国互联网网络安全态势报告》的数据显示，2014 年共接收境内外报告的网络安全事件达

56180 起,排名前三位的分别是漏洞事件、网页仿冒事件和网页篡改事件。以网站为例, CNCERT 数据显示 2014 年中国境内被篡改网站数量达 36969 个,与 2012 年相比大幅增长 125.65%。

信息安全损失逐年递增。根据普华永道《2015 年全球信息安全状况事件调查》的数据显示, 2014 年网络信息安全事件造成的损失巨大,导致中国大陆和香港企业的财务损失高达 33%。而全球大型企业(年收益超过 10 亿美元)2014 年信息安全事件发生的数量较去年增 44%,达到 13138 起。而在全球范围内,每年企业因信息安全导致的损失平均分别为 270 万美元和 240 万美元,增长率分别为 34%和 33%。保障信息安全已成为企业减少损失的迫切需求。尤其在“棱镜门”发生后,人们更加深刻地意识到信息安全对国家、企业和个人的重要性。

图 5：境内被篡改网站数量大幅增长



资料来源：CNCERT，华金证券研究所

表 1：近期国内重大信息安全事件

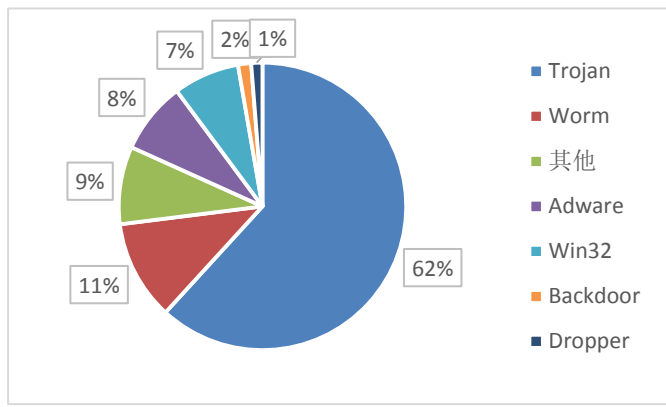
时间	信息安全事件
2016 年 5 月	1.5 万 Jeep 车主信息遭泄露
2016 年 4 月	小米 MIUI 合作版 ROM 存篡权漏洞,可任意获取重要数据
2016 年 4 月	学信网(中国高等教育学生信息网)遭到黑客攻击,大量数据被泄露
2016 年 3 月	新型安全漏洞“水牢漏洞”威胁我国十余万家网站
2016 年 1 月	信诚人寿内控、信息安全均曝漏洞
2016 年 1 月	清华大学教学门户网站或被 ISIS 黑客攻击
2015 年 12 月	申通被曝 13 个信息安全漏洞 黑客借此窃取 3 万多客户信息
2015 年 11 月	伟易达集团 500 万个家长和超过 20 万个儿童的数据资料泄露
2015 年 10 月	微信等近 350 款苹果 APP 现 Xcode“恶意后门”可致用户私密信息泄露
2015 年 10 月	网易邮箱过亿用户敏感信息遭泄露
2015 年 10 月	中国电信曝存重大漏洞,很容易被黑客侵入,因此提醒广大手机用户需及时做好安全防护措施,避免信息泄露。
2015 年 9 月	内蒙古 19 万高考考生信息遭遇泄露,敏感信息包括考生父母电话等
2015 年 9 月	华语类排名第一的票务网站--大麦网存安全漏洞,600 余万用户信息遭泄露、售卖
2015 年 8 月	约 10 万条高考生信息泄露
2015 年 5 月	中国人寿广东分公司系统存在高危漏洞,10 万客户信息存在随时大面积泄露的可能性。
2015 年 4 月	超 30 省市曝安全管理漏洞,数千万社保用户敏感信息或遭泄露
2015 年 3 月	海康威视监控设备存严重漏洞,部门设备被境外 IP 控制
2015 年 2 月	十大酒店泄露大量房客开房信息
2015 年 1 月	机锋被曝泄露 2300 万用户信息 用户信息安全遭威胁

资料来源：百度搜索，华金证券研究所

新兴攻击技术与病毒不断出现，安全信息产品亟需不断升级。根据《瑞星 2015 年中国信息安全报告》，2015 年有 2040 万台路由器遭遇过 DNS 篡改，4860 万台路由器未修改出厂设置。同时，2014 到 2015 年的两年期间，路由器漏洞出现频繁，新型黑客工具不断在网络上流传，造成大量老旧路由器由于没有进行漏洞修复而成为黑客重点攻击的对象。

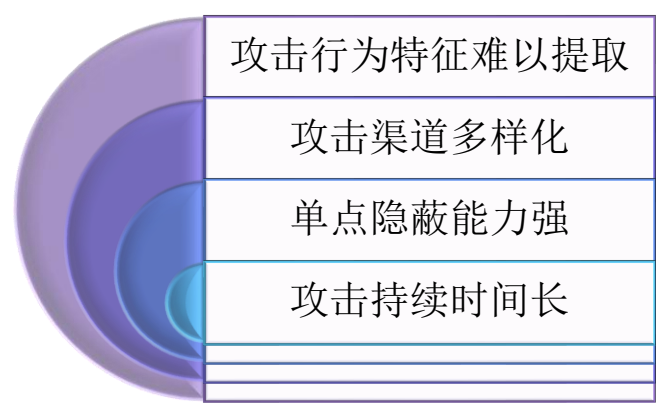
高威胁、持续性的黑客攻击已成常态，APT 攻击数量成倍递增。2015 年，全球信息安全事件增长迅猛，信息泄漏已难以遏制。政府、教育类网站由于漏洞多、防护脆弱，成为黑客大量实施 APT 攻击的目标。先进持续性威胁（APT）在近两年备受瞩目，其通过有目标、有组织的攻击而极具破坏性。APT 攻击目标往往是国家安全、情报、军事、战略等重要机关以及金融、能源、通信等关乎国家命脉的重要大型企业，破坏力与影响力极大。另外，APT 攻击行为特征难以提取、单点隐蔽能力强、攻击渠道多样化、攻击持续时间长等特征都使得其难以被传统信息安全产品监测或防御。这也要求安全信息产品不断升级以应对不断涌现的新攻击技术与病毒。

图 6：2015 年病毒类型统计



资料来源：瑞星 2015 年中国信息安全报告，华金证券研究所，

图 7：APT 特点



资料来源：百度百科，华金证券研究所

（二）中央安全防护加强，国产厂商受到青睐

中央政策不断加码，信息安全逐渐提升到战略层面。2015 年年初中央网信小组成立，信息安全的地位不断上升。最近的十三五规划指出，要统筹网络安全和信息化发展，完善国家网络安全保障体系，强化重要信息系统和数据资源保护，提高网络治理能力，保障国家信息安全。全面保障重要信息系统安全，集中力量突破信息管理、信息保护、安全审查和基础支撑关键技术，提高自主保障能力。十三五规划指明了信息安全发展的方向，突出了在新的条件下信息安全发展的重要性，预计相关行业将在政策的扶持下迅速发展。

表 2：国家出台相关政策

时间	相关政策	主要内容
2016 年 3 月	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》	统筹网络安全和信息化发展，完善国家网络安全保障体系，强化重要信息系统和数据资源保护，提高网络治理能力，保障国家信息安全。全面保障重要信息系统安全，集中力量突破信息管理、信息保护、安全审查和基础支撑关键技术，提高自主保障能力。
2016 年 3 月	拟出台《国家网络安全战略》	强化网络安全顶层设计，制定互联网安全立法整体规划

时间	相关政策	主要内容
2015年6月	《网络安全法》草案	网络关键设备和网络安全专用产品应当按照相关国家标准、行业标准的强制性要求,由具备资格的机构安全认证合格或者安全检测符合要求的,方可销售。
2015年7月	《国家安全法》	首次将网络空间上升为我国继海、陆、空、天后的第五疆域,明确指出“保障网络空间安全就是保障国家主权安全”。
2015年1月	《国家安全战略纲要》	要做好各领域国家安全工作,大力推进国家安全各种保障能力建设,把法治贯穿于维护国家安全的全过程。
2014年11月	《中华人民共和国反恐怖主义法》(草案)	电信业务经营者、互联网服务提供者应当为公安机关、国家安全机关防范、调查恐怖活动提供技术接口和解密等技术支持。
2014年10月	《关于进一步加强军队信息安全工作的意见》	要深刻认识加强信息安全工作是适应信息时代发展的必然要求,是实现能打仗打胜仗核心要求的紧迫任务,必须把信息安全工作作为军事斗争准备的保底工程,采取超常、务实举措解决突出矛盾和难点问题,促进我军信息化建设科学发展、安全发展。
2014年9月	《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》	银监会提出到2019年,安全可控信息技术在银行业总体达到75%左右的使用率。
2014年8月	《加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》	工信部提出八大工作重点,对网络基础设施和业务系统安全防护、推进安全可控关键软硬件应用、网络数据和用户个人信息保护等做出强调。
2014年5月	《中央国家机关政府采购中心公告》	中央国家机关政府采购中心发布中央机关采购计算机禁止安装win8系统。

资料来源:百度搜索,华金证券研究所,

政府推动国产化替代,国内厂商受益。长期以来,国内金融、电信、能源等国家重要的行业的信息技术市场主要被IBM、Oracle、EMC等国外信息服务提供商占据。在“棱镜门”发生后,国家在战略层面推动自主可控政,以期打造安全可信的IT环境。2014年8月,出于安全考虑,政府采购部门将赛门铁克与卡巴斯基从安全软件供应商名单中排除,将赛门铁克软件列为禁用产品。2015年3月,政府采购名单调整时,将一些全球知名技术品牌从政府采购名单中删除,其中包括苹果、英特尔旗下安全软件公司McAfee和思科,同时又增加了上千种本土产品,获准的外国科技品牌数量下降三分之一。在政策力推下,国外产品不再受到青睐,而国内的相关产业在政策的扶持下正面临国产替代的巨大市场空间。

表3:国产化替代相关事件

时间	事件
2014年5月	中央政府采购网发布了《中央国家机关政府采购中心重要通知》,规定所有计算机类产品不允许安装Windows 8操作系统。
2014年5月	中国国家互联网信息办公室(国信办)发言人姜军宣布,中国即将推出网络安全审查制度,对关系到国家安全和公共利益的系统使用的重要技术产品和服务,进行网络安全审查。
2014年5月	CCTV新闻频道“新闻直播间”栏目播报了“谁来替代Windows XP,工信部希望用户使用国产操作系统”报道。
2014年8月	据中央国家机关政府采购中心正版软件采购网显示,在杀毒软件类采购名单中,360、冠群星辰、江民科技、瑞星和金山等国产品牌入选,赛门铁克和卡巴斯基并不在采购名单之列。
2014年9月	银监会印发《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》提出,到2019年,安全可控信息技术在银行业总体达到75%左右的使用率。
2015年1月	《国家安全战略纲要》审议通过,基础信息设备国产替代已进入实质阶段。

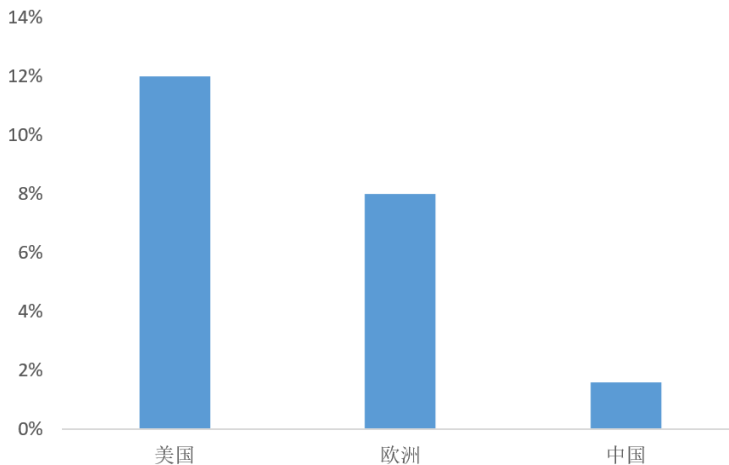
资料来源：百度搜索，华金证券研究所，

“互联网+”与产业升级亟需配套信息安全防护措施。2015 年上半年国家总理李克强提出了“互联网+”计划，这将促使全国范围内企业急速与互联网融合，而加快互联网化步伐的同时也将为黑客带来可乘之机。“互联网+”企业，不仅仅意味着企业将乘上信息化的快车一路疾驰，同时也意味着企业的核心业务和机密数据可能大量暴露在黑客的视野中。符合“互联网+”属性的企业亟需建立一套能够抵御黑客攻击及病毒入侵的信息安全防护体系。

（三）相比发达市场仍较落后，市场前景可观

国内信息安全投资比例远低于欧美发达国家。根据赛迪智库数据显示，2014 年全球信息安全市场规模为 960 亿美元，同比增长约 12%左右。近年来我国已跃升为仅次于美国的世界第二大 IT 市场，但信息安全行业则刚刚处于起步阶段，其投入比例远低于主要发达国家。在 2014 年全球前 15 大网络安全公司中，美国公司占据了 12 个席位，竞争力强大。根据 IDC 数据，2015 年我国信息安全投资占 IT 行业总体投入低于 2%，远低于美日等发达国家 10%左右的投入比例。

图 8：中国与欧美信息安全投资占 IT 行业总体投资比例



资料来源：IDC，华金证券研究所

发达市场行业整合已成为主旋律。随着网络信息安全领域的竞争愈发激烈，行业整合进程不断加速。一方面，龙头企业通过不断重组并购，整合技术、人才和市场资源，提升企业核心竞争力；另一方面，国际 IT 巨头纷纷通过收购布局安全领域，提升业务安全防护能力。

表 4：信息安全龙头企业并购案例

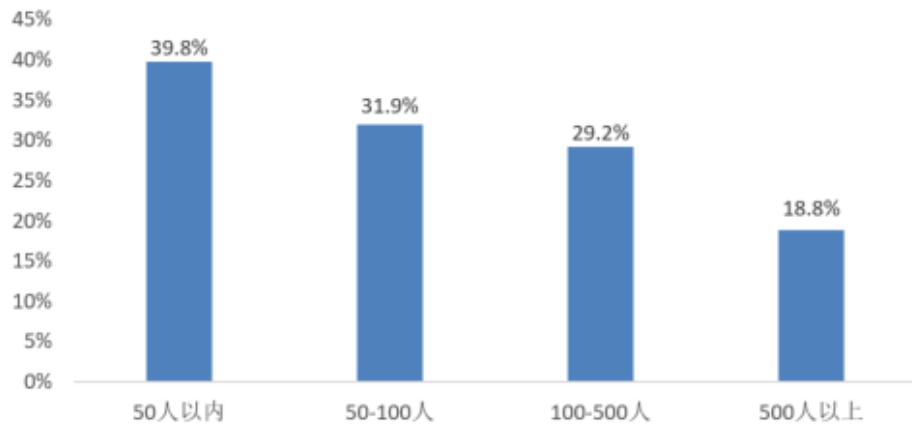
信息安全龙头企业	收购企业	战略目标
赛门铁克	Odyssey、Nukona	进一步实施其管理和保护苹果 iOS、谷歌 Android 和 HTML5 应用的战略
IBM	Lighthouse Security Group、Cross Ideas	整合公司现有的身份和访问管理系统，提供整套安全软件和服务
微软	Aorato	提升企业 IT 系统中央通讯组件的访问情况监控能力

资料来源：赛迪智库，华金证券研究所

根据中国信息安全认证中心等机构共同发布的《CTO 企业信息安全调查报告》数据显示，在信息安全问题突出的今天仍有 23.9%的企业没有信息安全团队。有超过 30%的企业每年基本上没有信息安全预算。小微企业问题更加突出，有超过 70%的小微企业（100 人以下）没有信

息安全投入，其中甚至有超过一半的金融企业没有信息安全方面投入。中国信息安全行业未来仍有很大的增长空间。

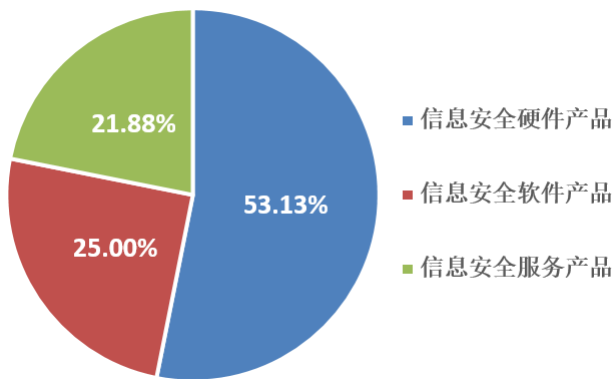
图 9：2015 年信息安全投入的企业占比（%）



资料来源：中国互联网安全领袖峰会，华金证券研究所

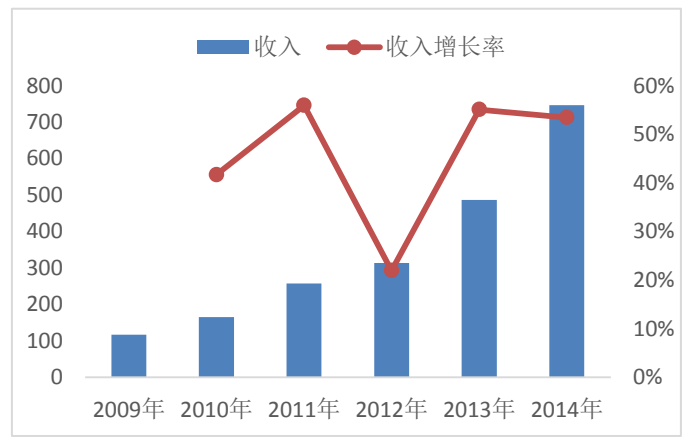
信息安全市场体量大、增速高。根据中国电子信息产业统计年鉴的数据，我国信息安全产品收入逐年递增，2014 年收入规模在 739.8 亿元，2012 年至 2014 年三年年均增长率超过 40%。安全服务市场规模在 2012 年、2013 年及 2014 年分别为 4.41 亿美元、4.99 亿美元及 5.60 亿美元，年均复合增长率 12.69%；安全软件市场规模分别为 3.96 亿美元、4.32 亿美元及 4.90 亿美元，年均复合增长率为 11.24%。信息安全市场整体保持较快增速。

图 10：2014 年信息安全三大类产品市场规模占比



资料来源：IDC，华金证券研究所

图 11：信息安全产品收入（亿元）和收入增长率（%）



资料来源：中国电子信息产业统计年鉴，华金证券研究所

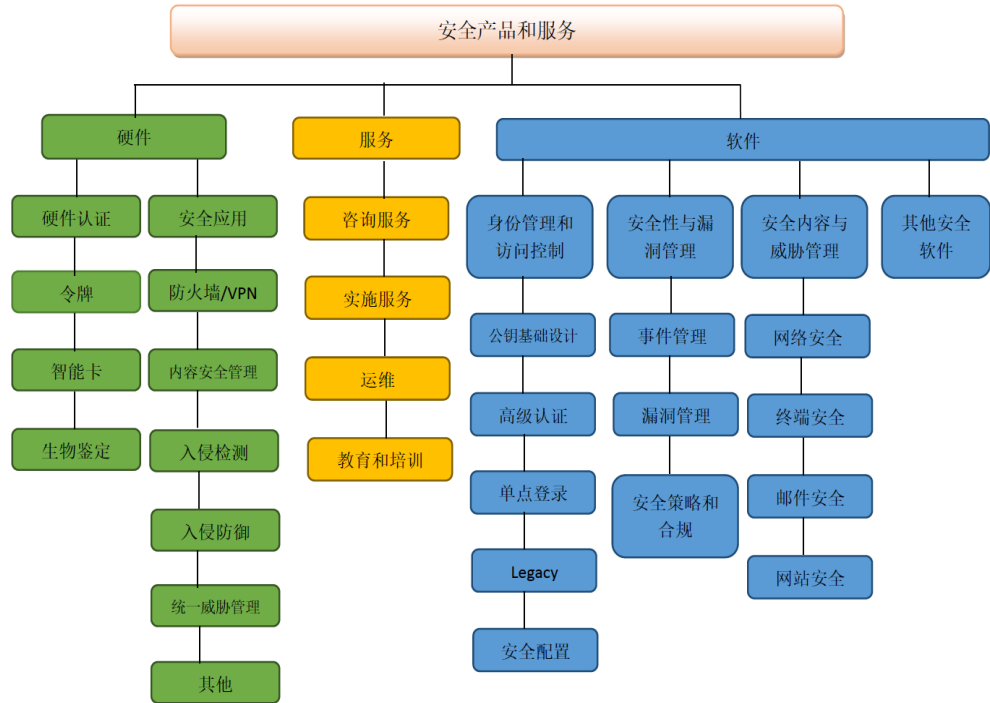
三、多层次核心数据安全防护产品助推公司业务快速增长

（一）操作系统安全产品优势明显，未来实现多点开花

1、信息安全市场层次不断延伸，公司内防产品技术过硬

信息安全市场产品细分程度高。IDC 将信息安全产品分为信息安全硬件产品、信息安全软件产品和信息安全服务三大类。信息安全产品及服务迭代速度很快，产品功能愈发专业化，目前信息安全行业已经形成了三大类、约二十多个小类，产品细分程度非常高。

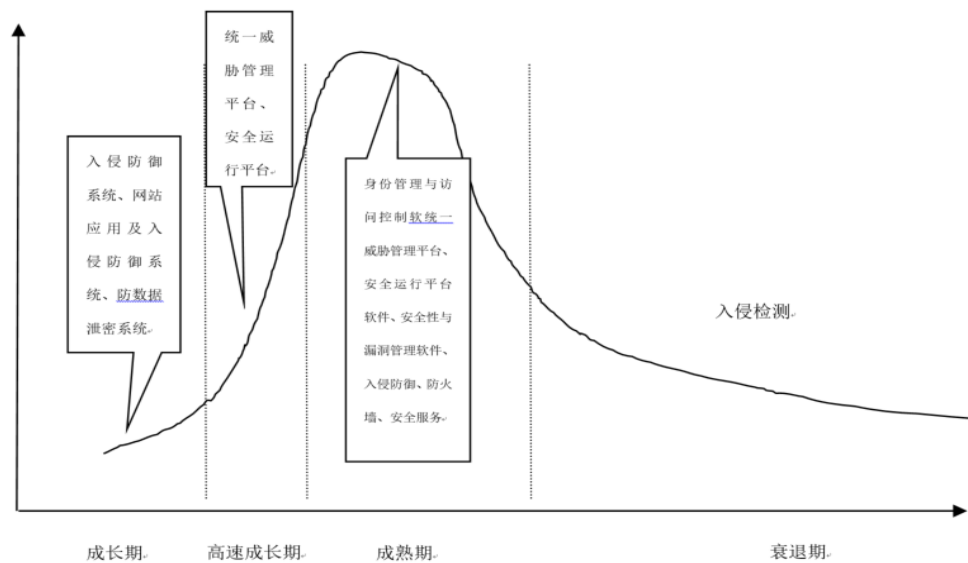
图 12：信息安全产品与服务分类



资料来源：IDC，华金证券研究所

安全软件细分行业的景气度以及增长前景也出现分化。例如，入侵防御系统、网站入侵防御、防数据泄密系统等处于成长期，入侵检测已进入衰退期，统一威胁管理平台等平台型安全防护产品处于高速增长阶段。

图 13：安全产品生命周期



资料来源：IDC，华金证券研究所整理

信息安全市场层次不断延伸。我国信息安全产业正处于高速发展期，随着地方、企业和个人信息安全意识的不断提升，信息安全需求层次也不断延伸，逐渐从国家层面向省级、地市级甚至县区级渗透；从核心业务安全监控向全面业务安全防护扩展，从网络实施阶段的安全布局到网络运行过程中的实施安全维护，整体安全需求正向更高层次、更广范围延伸，信息安全产品和服务的需求不断扩大、层次不断延伸。

表 5：信息安全客户分类

	公共部门（包含大型企业）				中小企业	个人
	政府	金融、电信	能源、制造业	其他		
安全需求类型	合规性需求为主	合规性需求、自主性需求	合规性需求为主，自主性需求渐升	合规性需求为主，自主性需求渐升	自主性需求	自主性需求
安全建设紧迫性	较高	非常高	非常高	较高	较低	较低
主要安全需求	VPN、防病毒、IPS、网站安全保护等	几乎全部安全需求	几乎全部安全需求	VPN、防病毒、IPS、内网保护等	VPN、防病毒、IPS 等	杀毒、防火墙、防信息泄露等安全软件
基础网络复杂程度	较简单	非常复杂	较复杂	较简单	简单	—
威胁攻击频率	一般	非常高	逐渐升高	一般	一般	高
威胁影响	政治影响较严重	经济影响非常严重	经济、社会影响较严重	经济影响一般	经济影响较严重	个人
资金实力	中	强	强	较强	一般	较弱
价格敏感性	低	低	中	较低	非常高	非常高
影响购买行为的不利因素	没政策就没建设动力	—	安全意识有待提高	没政策就没建设动力	信息化程度低、安全意识有待提高、资金紧张	知识产权意识有待提高、免费模式冲击

资料来源：天拓咨询，华金证券研究所

在横向产品链拓展的同时，信息安全领域内部产品出现分化，由注重防“外”到注重防“内”。据不完全统计，有超过 85%的安全威胁来自企业内部；有 16%未授权的存取来自内部；有 14%专利信息被内部人员所窃取；有 12%内部人员有财务欺骗；有 11%资料或网络被内部人员破坏。所以内网安全也已成为信息安全的重要威胁。目前主流信息安全产品主要部署在网络边界和应用层，对内网安全和核心层防护作用有限。

公司自主研发的 Uxsino RS-CDPS 是基于操作系统和数据库核心层的安全增强产品，为客户提供服务器核心数据安全防护与管理、知识产权保护、统一用户管理、网站综合防护、存储服务保护等安全服务。该系统能够有效防范对核心层或从内部发起攻击，适应了信息安全市场发展需求。

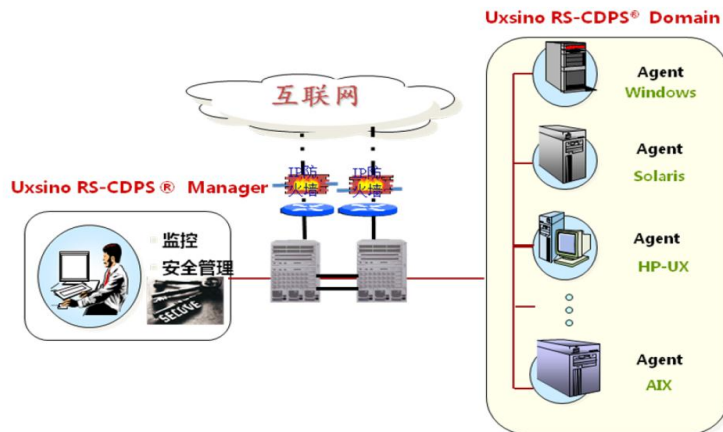
图 14：信息科技风险管理控制平台架构图



资料来源：公开转让说明书，华金证券研究所

Uxsino RS-CDPS 在操作系统的安全功能之上提供了一个安全保护层。通过截取系统调用实现对文件系统的访问控制，以加强操作系统安全性。它具有完整的用户认证，访问控制及审计的功能，采用集中式管理，克服了分布式系统在管理上的许多问题。

图 15：Uxsino RS-CDPS 安全防护结构图



资料来源：公开转让说明书，华金证券研究所

Uxsino RS-CDPS 主要运用的技术包括基于 CA 证书的身份认证机制、基于操作系统驱动级的安全管理机制、细粒度的权限控制技术、系统自我保护技术。

图 16： Uxsino RS-CDPS 核心技术

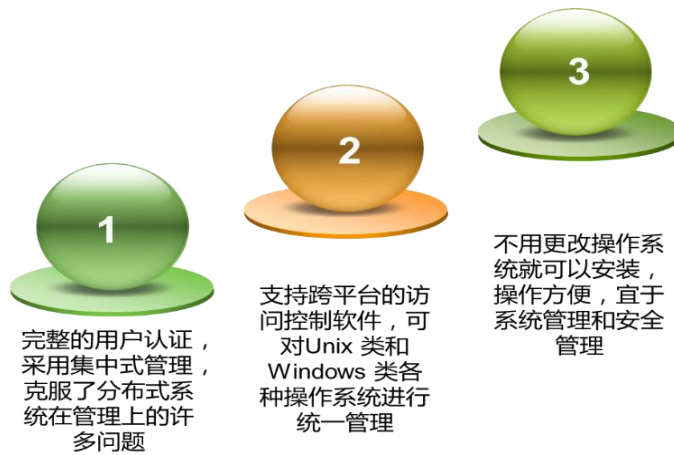


资料来源：公开转让说明书，华金证券研究所

公司专有技术 Uxsino RS-CDPS 具有以下优点：

- ◆ 完整的用户认证，访问控制及审计的功能，采用集中式管理，克服了分布式系统在管理上的许多问题。
- ◆ 支持跨平台的访问控制软件。可对 Unix 类、Windows 类、IBM AIX、HP-UX、Solaris 和 Compaq Tru64 等操作系统进行统一管理，为管理员提供方便，可以保障客户的服务器安全、持续、长效运行。
- ◆ 不用更改操作系统就可以安装，操作方便，宜于系统管理和安全管理。

图 17： Uxsino RS-CDPS 优点



资料来源：公开转让说明书，华金证券研究所

2、内部培养加外部引进构筑强大技术壁垒

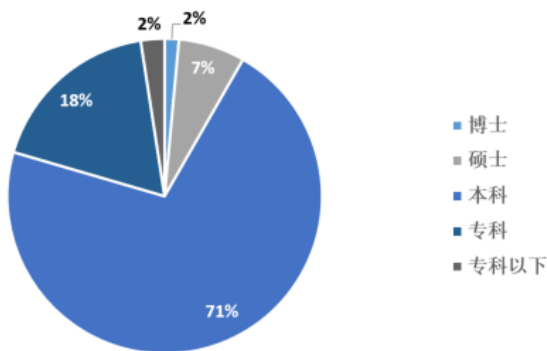
公司核心技术人员实力强劲。梁继良拥有十余年的管理经验，对信息安全行业的现状和发展趋势有着深刻的认识。同时是公司核心技术人员，对公司股东会或股东大会决议事项、技术研发、公司经营管理工作均具有重大影响。

公司核心技术人员文伟平博士是信息安全方面的专家,目前为全国网络信息安全工程师高级职业教育项目组核心成员,参与或负责了国家信息安全保障持续发展计划、中科院软件研究所青年创新基金项目、973 项目等多项国家级或部级信息安全类科研项目,同时还在国内一级核心学术期刊和国际杂志上发表了十多篇学术论文。

罗焯韬现任优炫软件研发总监,毕业于北京大学力学系,后前往加拿大多伦多大学深造,是数据库及安全行业专家。

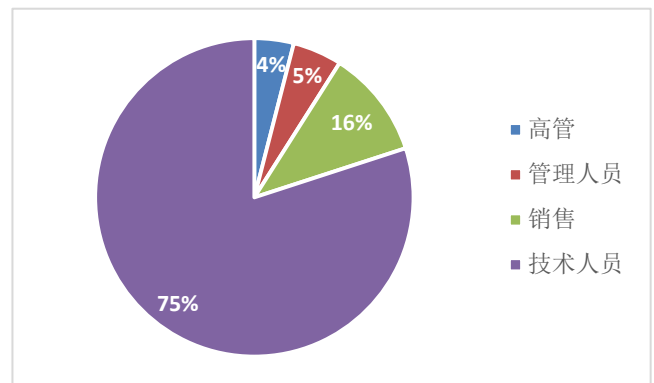
优炫软件核心高管技术实力强劲,同时公司始终坚持“以人为本”的宗旨,大力开发人力资源,坚持“内部培养加外部引进”的人才战略方针。通过社会招聘和招收高校应届毕业生等方式重点引进技术开发、市场营销等专业人才,通过管理培训生模式进行培养,建立公司的核心团队。同时,在美国通过期权和高薪吸引顶尖技术人才。截止 2015 年底,公司继续保持发展势头,规模继续扩大,员工数由期初 140 人增加到 205 人,其中硕士增加 10 人,本科生增加 18 人。

图 18：员工教育程度占比情况



资料来源：2015 年年报，华金证券研究所

图 19：在职员工按工作性质分类情况



资料来源：2015 年年报，华金证券研究所

目前公司拥有四大研发中心,分别为北京、西安、成都、北美。北京拥有研发中心和北京大学信息安全实验室,主要集中高端技术人才;西安研发中心是公司主要开发团队所在地,依托西安优质的教育资源,为公司输送一大批优秀的人才,有效的节约了公司成本。根据公司产品的需要,与一批实力强劲的技术专家合作,目前正共同研发数据库安全产品,实现了人力的有效产出。

人才储备与行业内上市公司相比,优炫软件的技术人员占比超过 70%,股权激励方案占比最高,深度绑定公司最核心员工。以“资深科学家和管理培训生”为核心的人才体系建设模式将作为公司的业绩高成长奠定坚实的基础。

表 6：公司与竞争对手人才储备和激励政策对比

研发基因和人才培养方案	技术人员核心竞争力	股权激励方案
优炫软件	公司构建“资深科学家+管培生”员工体系。三位创始人持股超过 35%，技术人员占比超过 70%	用于股权激励的员工持股总计为 709.5 万股，占总股本的 8.34%
浪潮集团	公司技术人员占比为 40%	截止到目前,公司授予员工股票期权总数为 916 万份,占公司总股本的 2.11%
卫士通	公司研发人员占比为 30.91%	公司目前没有推出股权激励方案
启明星辰	公司研发人员占比为 40.46%	公司目前推出的员工持股总数为

研发基因和人才培养方案	技术人员核心竞争力	股权激励方案
北信源	公司投研人员占比为 37.82%	3869.6 万股，占公司总股本的 4.45%。 公司目前推出的员工持股总数为 332.6 万股，占公司总股本的 1.23%。

资料来源：各公司公开转让说明书，Wind 数据，年报，华金证券研究所

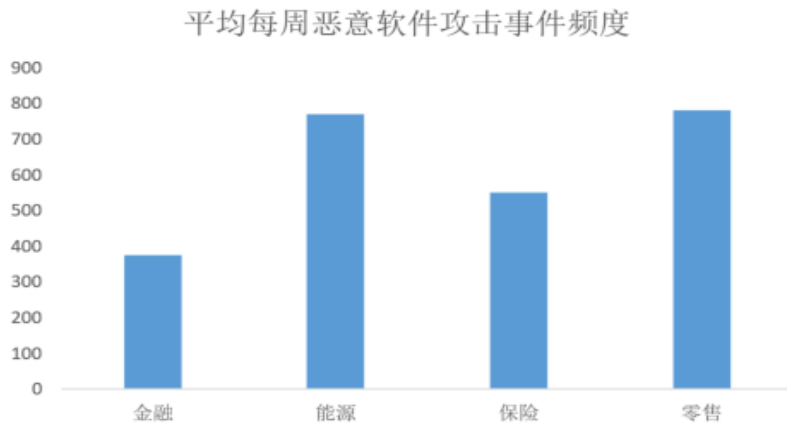
3、操作系统安全产品逐渐打入能源等其他行业，利润将实现明显提升

2015 年之前公司操作系统安全产品主要服务的行业是金融行业，2016 年公司将成熟的产品复制到其他领域，主要包括能源、卫生等行业，公司该款核心产品实现“多点开花”的势头。由于前期研发费用已经投入，目前产品较为成熟，只需版本迭代，成本降低，所以利润将会有实现增长。

能源行业信息安全形势严峻，信息安全势在必行。能源行业信息系统产品越来越多地采用通用协议、通用硬件和通用软件，以各种方式与互联网等公共网络连接，病毒、木马等威胁正在向能源信息系统扩散，信息安全问题日益突出。2010 年的“震网”病毒事件，之后的“毒区”、“火焰”等超级病毒，能源行业首当其冲成为受害者。

美国 Verizon 发布的 2014 年度各行业遭受的恶意软件攻击频度统计分布图表，能源行业已成为仅次于零售业的主要攻击目标。

图 20：平均每周恶意软件攻击事件频度行业分布



资料来源：Verizon，华金证券研究所

能源行业信息安全事关我国国家经济安全和人民生命财产安全，能源系统的信息安全已引起业界高度的关注。2014 年 7 月，能源局印发《电力行业网络与信息安全管理暂行办法》，总则第二条提出建立健全网络与信息安全保障体系和工作责任体系，提高网络与信息安全防护能力，保障网络与信息的安全，促进信息化工作健康发展。2015 年国能安全 36 号指出主机加固，加固方式包括安全配置、安全补丁、采用专用软件强化操作系统访问控制能力、以及配置安全的应用程序。关键控制系统软件升级、补丁安装前要请专业技术机构进行安全评估。

表 7：国家政策支持能源信息安全发展落实

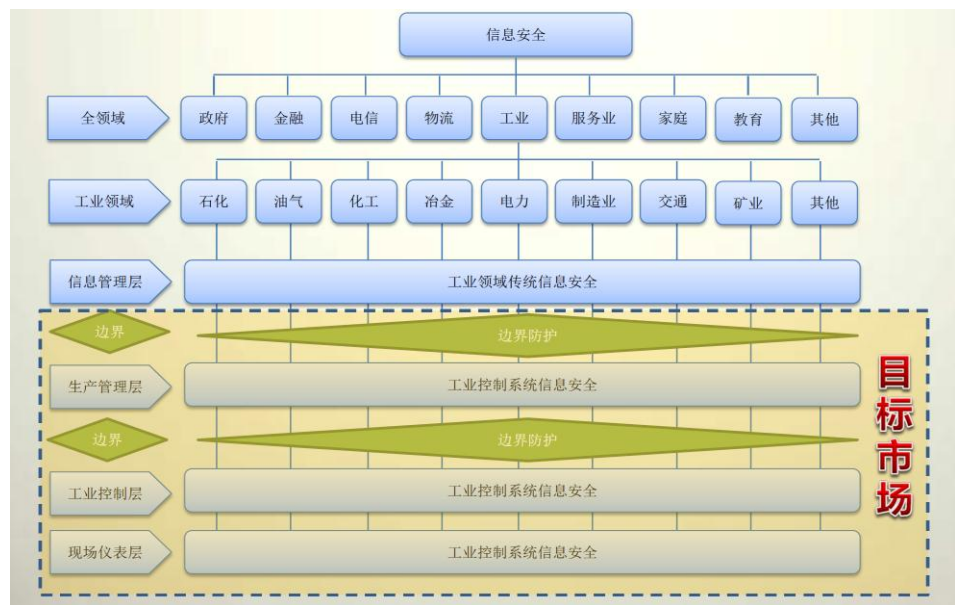
时间	政策	内容
----	----	----

时间	政策	内容
2011 年 9 月	《关于加强工业控制系统信息安全管理的通知》	加强国家重点领域主要工业基础设施控制系统的安全保护工作，强调加强工业信息安全的重要性和紧迫性。
2011 年 12 月	《信息安全产业“十二五”发展规划》	将“工控系统安全技术”作为“十二五”发展重点，并将“工控系统安全技术”列入“信息安全关键技术”加以扶持和重点建设。
2015 年 3 月	《国家能源局关于印发电力监控系统安全防护总体方案等安全防护方案和评估规范的通知》	生产控制大区主机操作系统应当进行安全加固。加固方式包括：安全配置、安全补丁、采用专用软件强化操作系统访问控制能力、以及配置安全的应用程序。关键控制系统软件升级、补丁安装前要请专业技术机构进行安全评估和验证。
2015 年 11 月	《关于贯彻落实〈国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见〉的行动计划（2015~2018 年）》	加强工业信息系统安全保障体系建设，开展重点领域工控系统信息安全检查和风险评估，支持工控系统信息安全核心技术、产品研发和产业化。
2016 年 3 月	《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要（草案）》	全面保障重要信息系统安全，突破核心芯片、基础软件、关键元器件及重点整机系统等关键技术，构建国家网络空间安全和保密技术保障体系。

资料来源：百度搜索，华金证券研究所

目前能源信息安全主要覆盖电力、石化、油气等重要能源行业，目标市场定位于仪表层、控制层、管理层的控制系统防护和对应边界防护。

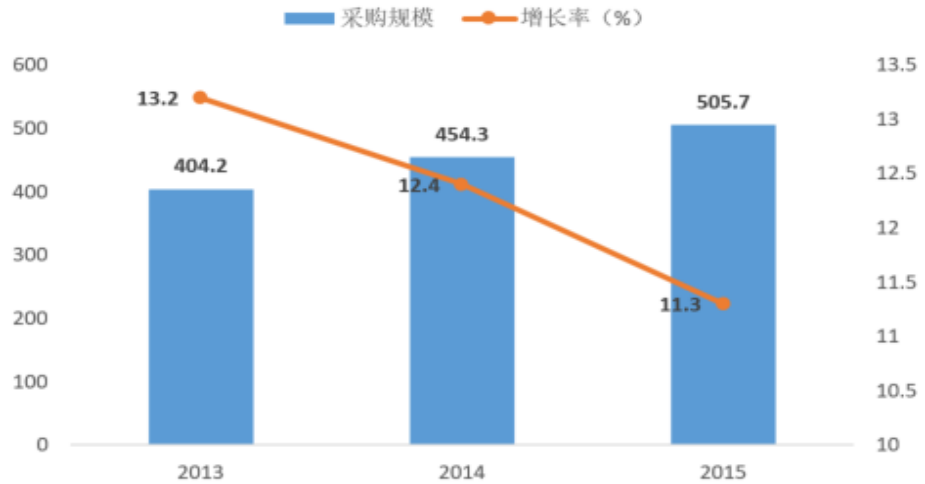
图 21：能源信息安全目标市场分类



资料来源：《2014 年中国工业控制系统信息安全蓝皮书》，华金证券研究所

我国能源信息安全行业是建立在能源行业信息化建设的背景下发展的。目前，根据 CCW Research《2015 年中国能源行业信息化建设与 IT 应用趋势研究报告》显示，2014 年能源行业的 IT 投资规模达到 454.3 亿元人民币，同比增长 12.4%，2015 年投资将达到 505.7 亿元。2013 年至 2015 年能源行业 IT 投资规模三年平均增长率达到 12.56%。我们预计到 2018 年能源行业 IT 投资规模将达到 720 亿元。

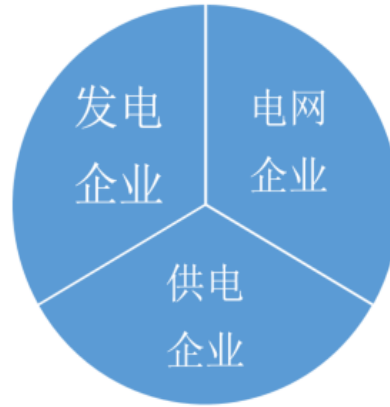
图 22：2013 年至 2015 年能源行业 IT 投资规模



资料来源：CCW，华金证券研究所

电力系统信息安全是能源信息安全的重中之重。在“十二五”期间，我国发电装机规模以及电网规模双双跃居世界第一位。电力基础设施主要分为发电、输电、配电、供电四个重要组成部分，其中发电和变电环节多采用智能仪表仪器设备、电力管理系统以及计算机监视控制系统。基于计算机技术的电力生产运输的管理系统及监控系统在确保我国电力安全生产、节能降耗、节能环保运行等方面发挥了重大的作用。

图 23：电力信息安全主要目标客户



资料来源：百度百科，华金证券研究所

公司能源行业信息安全业务将实现快速增长。2016 年公司正积极开拓能源行业信息安全市场，目前主要针对的是能源行业中电力发电企业的计算机系统安全防护，优炫软件凭借技术实力，与下游信息系统集成商合作，已经将产品打入中电投、国网、中广核、国电南瑞等大型电力企业及部门。根据调研信息，公司 2013 年至 2015 年三年电力行业收入分别达到 250 万元、600 万元和 1500 万元。我们认为，随着公司销售网络的拓展以及电力行业电网、供电企业的介入，公司能源信息安全将实现跨越式发展，预计 2016 年公司该领域收入将实现 60%以上增长。

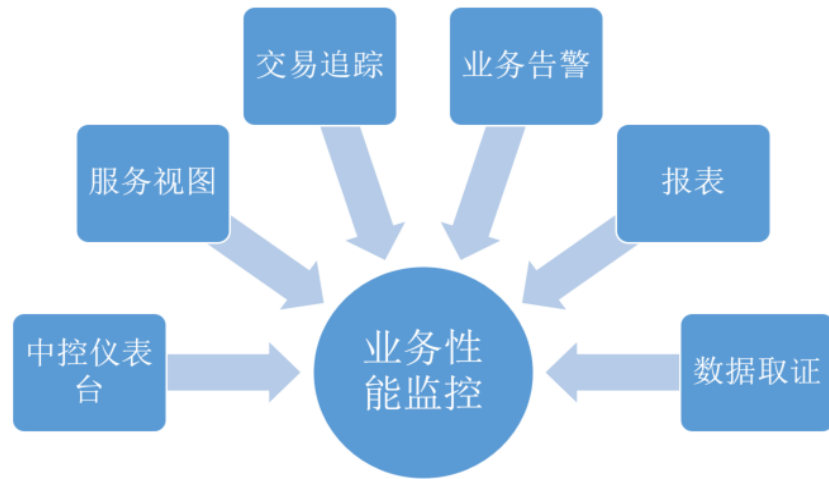
（二）业务性能监控测试通过，收入起飞在即

基于金融客户 IT 构架复杂程度不断提高，IT 系统运维管理出现市场需求。公司面向金融客户痛点，积极开发业务性能监控系统，实现中控仪表盘、服务视图、交易追踪、业务告警、报表和数据取证等功能，为 IT 部门打造新一代网络和业务性能管理系统。

公司充分利用网络数据包建立和覆盖重要数据链路、核心设备、核心服务的全面监控试图，并且按照 Gartner 定制模型，使其能够广泛使用于各种场景需求。

- ◆ 以服务为导向的优炫业务分析系统，能够直接体现网络性能以及业务交易链的支撑能力，为评估、判断服务质量提供可以信赖的数据依据。
- ◆ 依托网络内真实数据流量，实现梳理路径、快速定位，并提供数据正确性、变更结果二次验证能力、大大提升网络流量和业务链的可视化覆盖和工作效率的提升。
- ◆ 运用领先的数据分析技术，达到故障前预警和故障后的快速定位，极大简化了过去繁重复杂的操作过程。

图 24：业务性能监控系统功能介绍

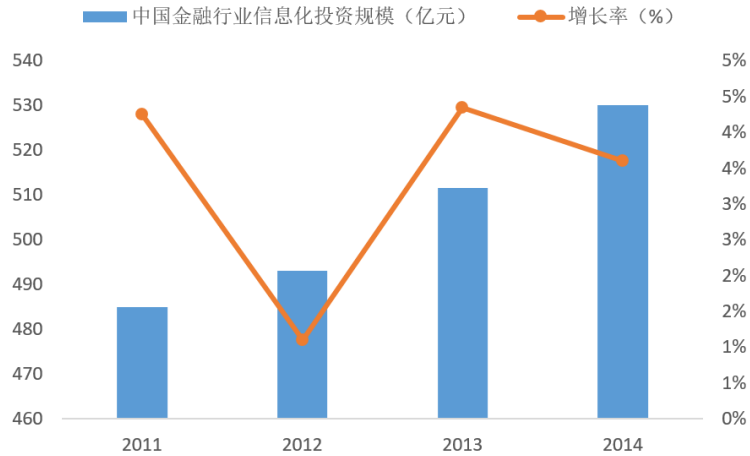


资料来源：公司官网，华金证券研究所

业务性能监控产品目前主要面向金融系统，其中银行业一马当先。金融系统一直是安全威胁的高危地带，2013 年 2 月 VISA、万事达卡、运通卡三家信用卡组织约 800 万张信用卡资料为黑客所盗取。针对网上银行的木马及其它攻击方式更是层出不穷。据统计，目前全球的黑客攻击事件，40%是针对金融系统的，在中国这个比例更高达 60%以上。

根据中国产业信息的数据统计，2013 年中国金融行业信息化投入达到 511.6 亿元，同比增长 4.34%；2014 年投资规模达到 530 亿元，同比增长 3.60%。金融行业信息化起步较早，由于业务的敏感性，信息安全也走在信息安全行业的前面。由于基数巨大，行业虽未出现迅猛增长，但海量市场规模毋庸置疑。

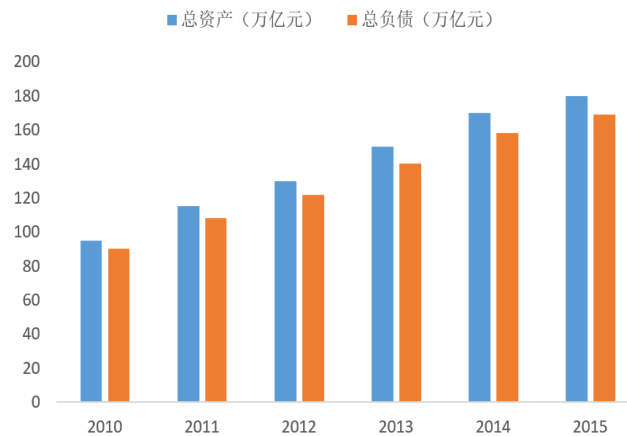
图 25：中国金融行业信息化投资规模（亿元）



资料来源：中国银监会年报，华金证券研究所

银行业作为金融系统很重要的组成部分。总资产及贷款规模体量巨大，对于银行来说，既是巨大的利润来源，又意味着更大的风险。

图 26：中国银行业金融机构资产规模变化情况



资料来源：中国产业信息，华金证券研究所

目前，银行业主要面临的风险包括五方面：银行自身信用安全问题、网上欺诈、手机短信、网上钓鱼和 ATM 端，涉及业务及管理环节的方方面面。

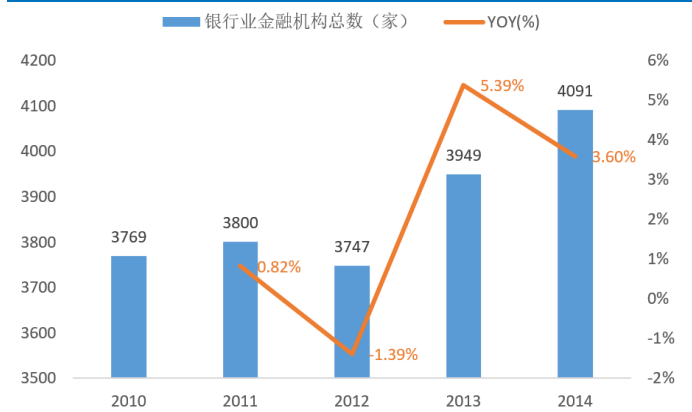
图 27：银行面临的安全隐患



资料来源：网证通，华金证券研究所

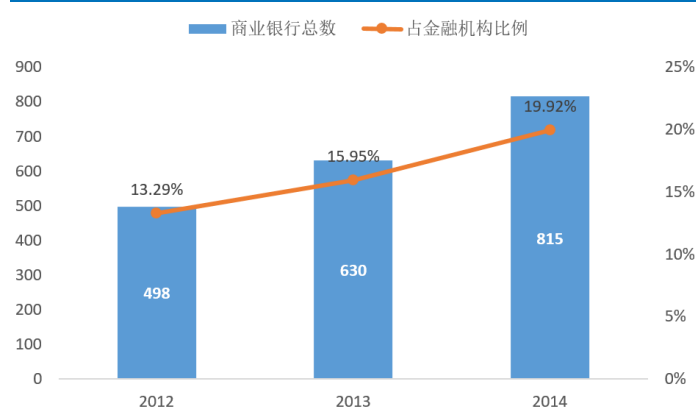
目前公司在金融领域的主要目标客户集中在银行，截止 2014 年，中国银行业金融机构总数达到 4091 家，同比增长 3.6%。银行业是金融行业 IT 投资比重最大的细分行业，而商业银行的 IT 投资在银行业中又占据主要部分，因此商业银行 IT 投入的稳定增长将影响着金融业 IT 投资的基本走势。

图 28：银行业金融机构数量统计



资料来源：中国产业信息，华金证券研究所

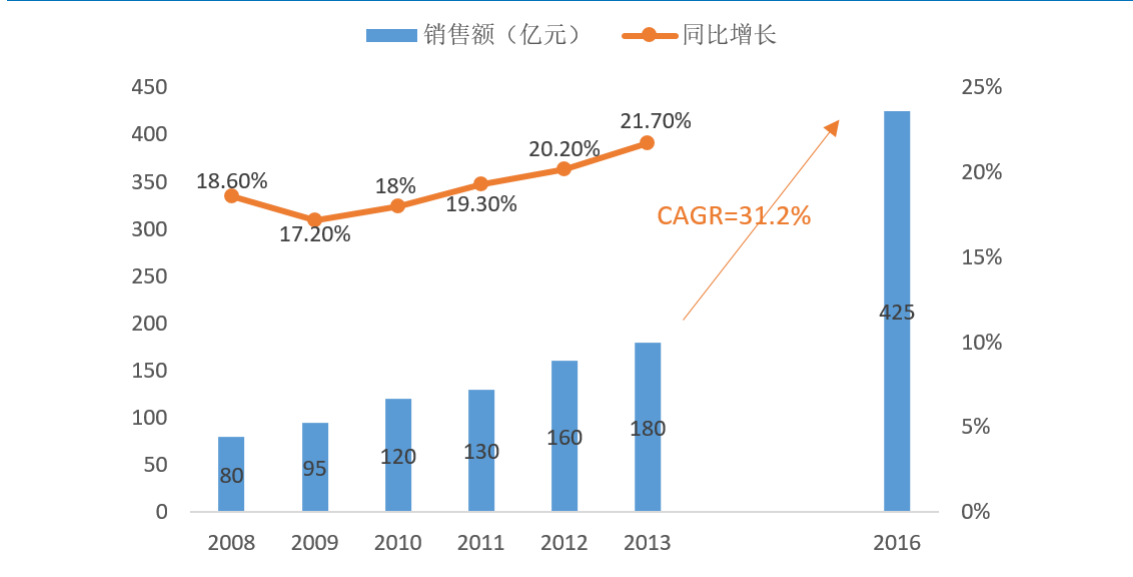
图 29：商业银行占比情况



资料来源：中国银监会年报，华金证券研究所

依据 CCID 的统计和预测数据，过往几年我国信息安全市场保持约 20% 的增速，同时增长速度逐年提升，预计在政策驱动下未来三年复合增长率达 31.2%。保守按照银行在整个信息安全市场规模占比 15% 的比例计算，我们认为 2016 年银行业信息安全市场至少存在 60 亿的市场规模。

图 30：信息安全市场规模



资料来源：CCID，华金证券研究所

公司 2015 年产品刚刚推出已形成收入。2016 年上半年公司在商业银行进行长时间产品测试，不断优化产品性能。根据调研信息，目前该款产品已经测试完毕，预计下半年将实现快速增长。

（三）数据库安全产品技术难度大，公司研发力度加大

数据库是信息系统最关键的部分，广泛应用到各个领域。由于数据库本身安全性的不足，容易受到非法访问及恶意破坏。从而造成信息系统的瘫痪，敏感信息的泄漏，危害数据及信息系统的安全。

公司目前拥有数据库安全审计系统、数据库透明加密系统等数据库产品。

- ◆ 优炫数据库安全审计系统模块在应用系统和数据库之间设置一个监管机制，监控数据库的所有访问。该产品提供多重机制获取数据库和用户之间的通信内容，根据安全策略判定通信内容的风险等级，实现完全独立于数据库的审计功能，拦截非法数据库及操作系统访问和恶意攻击。
- ◆ 数据库透明加密系统主要实现防止数据存储介质丢失、数据库管理员权限泄露、直接复制文件等情况造成的数据泄密。

目前公司正积极研发新的数据库产品，预计将于下半年推出。我们认为数据库新研发产品对于 2016 年营业收入不会产生较大影响，但对于公司未来可持续发展具有战略性意义。公司目前拥有北美研发中心，与北美优秀团队合作。数据库安全产品开发技术难度大，国内技术团队与国外仍存在差距，公司通过与北美团队合作，借力开拓高附加值的数据库安全产品领域，将会成为公司未来利润新增长点。

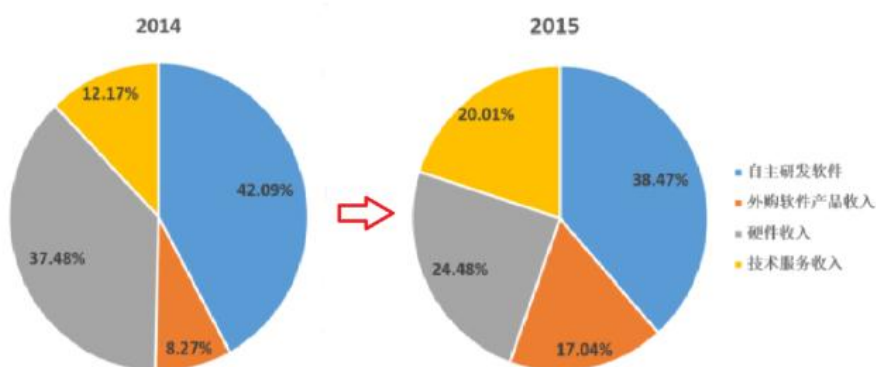
四、产品带动服务加码，客户范围不断扩大

（一）成长进入快车道，盈利能力突出

公司 2015 年自主软件产品及服务收入 8201.36 万元，较去年增长 55.26%。公司通过产品切入客户，后续为客户提供优质的服务业务。目前公司自产软件产品和服务收入的毛利率较高，分别为 77.63%和 65.84%。

优炫软件主要收入由四部分组成，包括自主研发软件、外购软件产品收入、硬件收入和技术服务收入，2015 年占比分别为 38.47%、17.04%、24.48%、20.01%。其中技术服务收入较上年同期增长 136.85%，主要由于公司自主软件产品收入增长，技术服务收入随着自主软件销售的增加而快速增长。

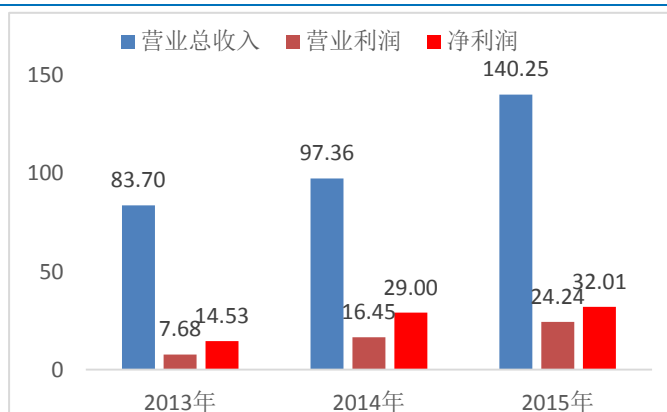
图 31：公司 2014 和 2015 年主营业务收入构成



资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

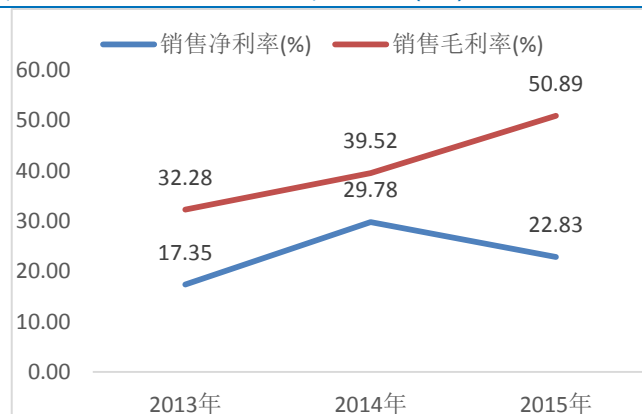
公司 2015 年营业收入和净利润增长迅速。公司在经历了 2013 年的超高速增长后，近两年增长趋于稳定。2015 年公司实现营业收入 1.4 亿元，比去年同期增长 44.04%；公司毛利率达到 50.89%，同比上年同期增长 28.78%，主要原因是自产软件产品和服务收入毛利率较高，分别为 77.63%和 65.84%，这两部分收入较去年增长 55.26%。归属于挂牌公司股东的净利润分别为 3201.15 万元，比去年同期增长 17.56%。公司业务持续增长，盈利能力也在持续提高。

图 32：2013-2015 年营业收入、营业利润和净利润（百万元）



资料来源：Choice 数据，华金证券研究所

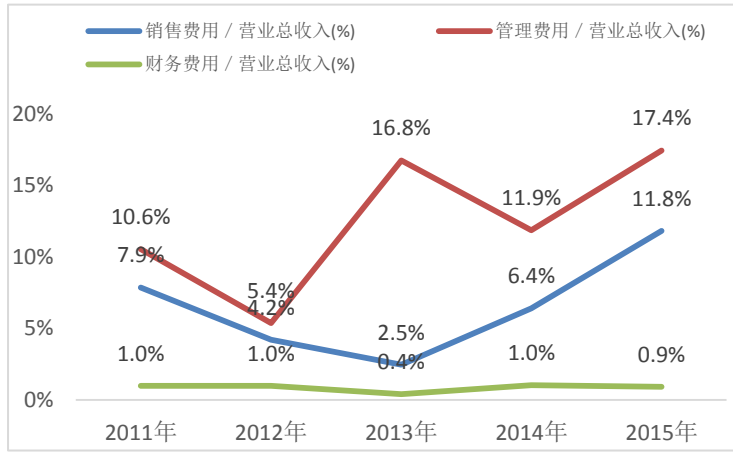
图 33：2013-2015 公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Choice 数据，华金证券研究所

2015 年是优炫软件营销服务体系不断建设、逐步扩展的一年，公司建立了山西办事处、福州办事处、宁夏办事处，进一步增强了公司市场营销力度。市场布局的有效性，增强了公司自产软件的销售，也带动了服务收入的增长。公司 2015 年销售费用 1658.61 万元，较上年同期增长 165.93%，费用主要体现在市场拓展及推广费用上面。

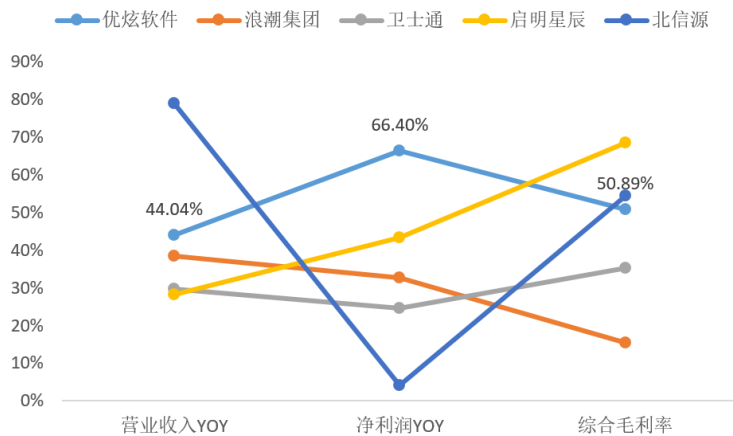
图 34：2011-2015 年三费费用率（%）



资料来源：Choice 数据，华金证券研究所

在盈利能力方面，综合公司在 A 股上市的同行业竞争对手的盈利能力可以发现，优炫软件作为新三板的新锐企业，在营收、净利润以及产品毛利率三个方面综合表现出极高的增长率。相比于其他老牌竞争对手，公司未来成长空间更大。

图 35：公司及主要竞争对手财务指标对比

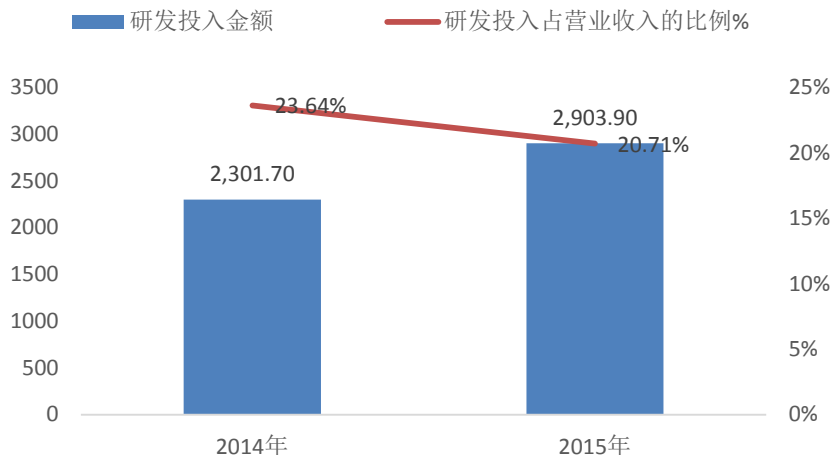


资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

（二）研发+渠道：两架马车拉动业绩前行

公司注重新产品的研发，研发投入超营业收入的 20%。公司 2014 年研发投入金额为 2301.7 万元，2015 年研发投入金额为 2903.9 万元，研发投入持续提高。而公司 2014 年、2015 年研发投入占营业收入的比例为 23.64%和 20.71%，一直保持在 20%以上。截止 2015 年底，研发和技术人员由原来的 105 人增加至 161 人，增长率为 53.33%。

图 36：近两年公司研发投入金额（万元）和研发投入比例（%）

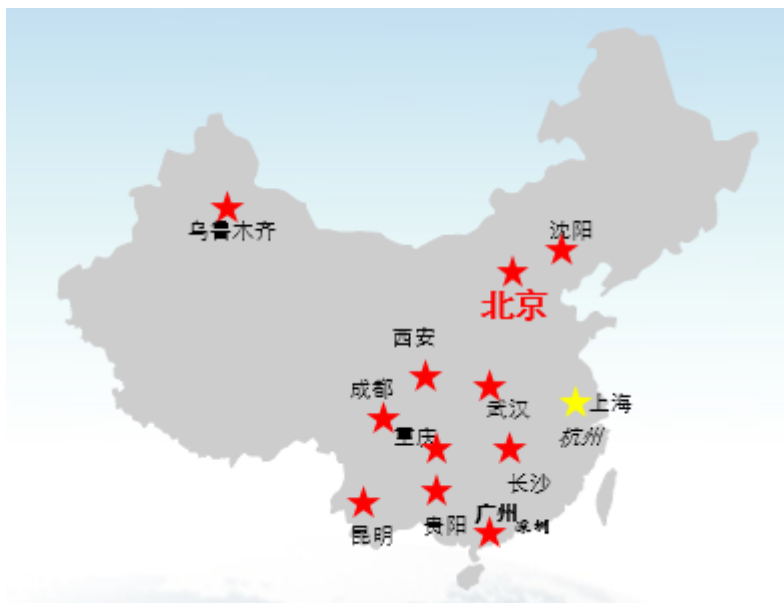


资料来源：2015 年年报，华金证券研究所

未来公司重点研发可信大数据信息交换平台、银行科技风险管控平台、数据库安全等数据安全类产品。

覆盖范围广，销售区域不断拓展。公司一直把扩大营销网络放在重要的位置，2015 年为开拓市场建立了贵州办事处、山西办事处、福州办事处等办事处。未来几年公司计划建立上海分公司、山东办事处、安徽办事处、杭州办事处等多个办事处，同时扩充技术力量，建立成都、西安技术支持中心，提高公司在西部地区和北部地区的的技术支持和服务能力。目前，公司已经初步在全国重点城市建立全局部署的营销服务体系。随着公司的销售网络在全国范围内加强覆盖，公司产品的市场占有率有望提升。

图 37：公司销售网络重点覆盖地区



资料来源：公司官网，华金证券研究所

随着市场布局的有效性，客户数量和收入规模呈稳定增长趋势。报告期内客户增加国家统计局数据管理中心、云南省气象局、中国人民银行营业管理部、天津滨海银行、甘肃银行股份有限公司、西南证券股份有限公司、中国中投证券有限公司、中国移动通信集团四川有限公司绵阳分

公司、临汾市人民医院、南充市中心医院、哈尔滨市飞机工业集团有限公司、南京国电自电网自动化有限公司、中电投宁夏能源铝业中卫新能源有限公司等典型客户。

五、估值及盈利预测

优炫软件定位于国内数据安全领域解决方案领先供应商，拥有核心的操作系统防护技术，产品和服务并进，在金融和政府领域拥有核心竞争力，同时公司在能源、卫生等领域拓展渠道，由于前期研发已经投入较大比例，所以公司净利润保持高增长可以期待。我们预计 2016、2017、2018 年公司在操作系统安全防护产品营业收入增长 30%、30%、25%。

公司研发实力强劲，不断进行产品线扩大。根据调研，业务性能监控业务已经在商业银行测试通过，这对后期业务拓展具有示范作用，该项产品目前主要面向银行等金融客户，相对利润较高，对业绩贡献明显，我们预计 2016、2017、2018 年公司该款产品将实现 2300 万、3500 万和 5000 元的收入。

数据库安全产品和服务是目前公司主要研发方向和发力点，通过与美国优秀团队的合作，公司将努力拓展军工及银行渠道。数据库安全产品技术含量较高，公司不断向附加值更高的产品和领域拓展，为未来几年可持续发展奠定基础。运维管理系统作为平台类管理系统为政府部门提供软件和服务，也是后续安全产品介入的突破口。

表 8：公司盈利预测结果

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	97.4	140.2	199.2	279.4	370.2
同比增长(%)	16.3%	44.0%	42.0%	40.3%	32.5%
营业利润(百万元)	16.4	24.2	41.5	69.0	113.1
同比增长(%)	114.1%	47.4%	71.3%	66.1%	64.0%
净利润(百万元)	29.2	32.0	43.6	66.7	104.0
同比增长(%)	98.8%	9.7%	36.1%	53.0%	55.9%
每股收益(元)	0.34	0.38	0.51	0.78	1.22
PE	39.2	35.7	26.2	17.1	11.0
PB	8.7	3.1	2.8	2.4	2.0

资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

公司既有核心的“拳头产品”，又有多点开花的产品和服务，我们认为公司业绩保持高速增长可期。按照 PEG 估值方法，主板公司 2016 年 PEG 均值为 4.57，鉴于新三板市场流动性等因素，我们给予五折处理。再次根据公司盈利预测结果，优炫软件 2016 年至 2018 年三年 EPS 复合增长率为 34.74%，公司对应 2016 年 PE 为 77.64 倍。对标新三板公司 PE 范围 21.42X/49.35X，综合考虑我们给予公司相当于 2016 年 36 倍市盈率，目标价为 18.36 元，给予买入评级。

表 9：主板公司对标情况

证券代码	证券简称	营业总收入(万元)		净利润(万元)		EPS(元)			G	PE		PEG	
		2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2018E		2016E	2017E	2016E	2017E
002268.SZ	卫士通	217,882.64	285,805.64	20,504.73	27,276.18	0.45	0.60	0.81	21%	69.95	52.59	3.26	2.45
002439.SZ	启明	205,443.80	264,417.67	34,959.13	47,723.80	0.40	0.55	0.73	22%	59.02	43.23	2.65	1.94

300352.SZ	星辰北信源	56,061.50	70,956.75	11,734.50	16,123.00	0.23	0.31	0.28	7%	70.47	51.31	9.98	7.27
300369.SZ	绿盟科技	123,113.36	166,261.00	26,554.62	35,234.34	0.72	0.95	1.28	21%	50.19	37.83	2.37	1.79
均值										62.41	46.24	4.57	3.36

资料来源：Wind 数据，华金证券研究所（G 表示 2016 年至 2018 年公司复合增长率。）

表 10：新三板公司对标情况

证券代码	证券简称	营业总收入(百万元)		净利润		EPS		市盈率 (TTM, 最新交易日)
		2014	2015	2014	2015	2014	2015	
834032.OC	天融信	737.20	855.13	183.93	183.93	2.45	3.05	0
430046.OC	圣博润	58.59	94.58	6.70	6.70	0.61	0.41	21.42
834139.OC	时代亿信	16.53	30.00	1.30	1.30	0.13	0.27	49.35

资料来源：Wind 数据，华金证券研究所

六、风险提示

(1) 税收优惠政策变化影响公司业绩的风险

根据《中华人民共和国企业所得税法》、国务院《关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》(国发[2011]4 号)等国家对于软件行业的总体政策导向，国家对于软件行业的增值税税收优惠政策如果发生不利变化，公司的业绩将会受到影响。鉴于公司取得 2012 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日止国家税务局颁发的企业所得税优惠备案回执，国家若对税收优惠政策发生不利变化，公司的净利润水平将受到影响。

(2) 技术开发和升级滞后风险

作为信息安全领域，所涉及的专业技术门类较多，生命周期较短以及技术更新速度快。为保持竞争优势，须要求公司可以准确预测业内技术的发展趋势。可以及时的将实用、先进、以及较为成熟的技术运用于自身产品的设计开发及技术的升级。若不能准确把握行业技术的发展趋势，造成技术开发方向的决策上失误，或者未能及时将新技术运用于业务的开发和升级。这将对未来公司的持续发展埋下隐患。

(3) 公司无形资产减值风险

目前的公司财产条目中，有一项由梁继良、梁多毅评估作价 1400 万元向公司增资而转移到公司财产的非专利技术——优炫 RS-CDPS 核心数据安全保护技术。在操作系统安全增强市场上，公司作为先入者具有先发和科技优势。但是，若未来出现强有力的竞争对手及产品或相关政策出现不利变化，此项公司无形资产面临减值风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	97.4	140.2	199.2	279.4	370.2	年增长率					
减:营业成本	58.9	68.9	100.0	137.2	179.2	营业收入增长率	16.3%	44.0%	42.0%	40.3%	32.5%
营业税费	1.0	1.2	1.8	2.5	3.2	营业利润增长率	114.1%	47.4%	71.3%	66.1%	64.0%
销售费用	6.2	16.6	20.6	26.6	31.9	净利润增长率	98.8%	9.7%	36.1%	53.0%	55.9%
管理费用	11.6	24.5	29.4	38.2	36.5	EBITDA 增长率	100.8%	46.8%	61.2%	58.7%	60.3%
财务费用	1.0	1.3	1.6	1.3	1.4	EBIT 增长率	117.5%	46.3%	68.7%	62.9%	62.9%
资产减值损失	2.6	3.6	4.2	4.6	5.0	NOPLAT 增长率	76.2%	43.1%	62.8%	62.9%	62.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.2%	36.8%	19.8%	56.5%	14.1%
投资和汇兑收益	0.4	-	-	-	-	净资产增长率	109.0%	182.3%	11.8%	16.0%	21.9%
营业利润	16.4	24.2	41.5	69.0	113.1	盈利能力					
加:营业外净收支	15.0	11.3	9.9	9.9	9.9	毛利率	39.5%	50.9%	49.8%	50.9%	51.6%
利润总额	31.5	35.5	51.4	78.9	123.0	营业利润率	16.9%	17.3%	20.8%	24.7%	30.5%
减:所得税	2.5	3.5	6.7	10.3	16.0	净利率	30.0%	22.8%	21.9%	23.9%	28.1%
净利润	29.2	32.0	43.6	66.7	104.0	EBITDA/营业收入	20.1%	20.4%	23.2%	26.3%	31.8%
						EBIT/营业收入	17.9%	18.2%	21.7%	25.1%	30.9%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	17.1%	12.8%	2.7%	7.3%	4.9%
货币资金	39.2	249.1	239.7	208.8	275.4	负债权益比	20.7%	14.6%	2.7%	7.8%	5.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	5.16	7.46	36.15	13.39	19.90
应收帐款	75.4	121.5	125.2	227.9	254.2	速动比率	4.91	7.31	35.28	12.93	19.30
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	17.17	19.50	26.95	54.04	81.56
预付帐款	18.1	23.2	32.6	49.3	55.6	营运能力					
存货	6.8	8.2	9.8	17.1	18.3	固定资产周转天数	16	20	13	8	4
其他流动资产	-0.0	0.7	0.2	0.3	0.4	流动营业资本周转天数	267	273	255	266	270
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	381	696	732	587	538
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	207	253	223	228	234
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	21	19	16	17	17
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	440	746	766	606	550
固定资产	7.5	8.2	6.7	5.1	3.5	投资资本周转天数	321	319	286	285	281
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	9.7	10.5	9.0	7.4	5.9	销售费用率	6.4%	11.8%	10.4%	9.5%	8.6%
其他非流动资产	1.3	2.0	1.0	0.8	0.9	管理费用率	11.9%	17.4%	14.8%	13.7%	9.9%
资产总额	157.9	423.4	424.2	516.7	614.3	财务费用率	1.0%	0.9%	0.8%	0.5%	0.4%
短期债务	14.7	25.5	-	-	-	三费/营业收入	19.3%	30.2%	25.9%	23.7%	18.8%
应付帐款	7.3	18.9	6.5	31.0	23.2	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	22.3%	8.7%	10.6%	14.0%	18.0%
其他流动负债	5.0	9.6	4.7	6.6	7.1	ROA	18.4%	7.6%	10.5%	13.3%	17.4%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	23.5%	21.9%	26.1%	35.5%	36.9%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	27.1	54.0	11.3	37.6	30.3	DPS(元)	0.03	-	0.01	0.03	0.03
少数股东权益	-	-	1.2	3.1	6.1	分红比率	8.1%	0.0%	2.7%	3.6%	2.1%
股本	47.3	85.0	85.0	85.0	85.0	股息收益率	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
留存收益	83.6	284.4	326.8	391.0	492.8						
股东权益	130.9	369.4	412.9	479.1	583.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.34	0.38	0.51	0.78	1.22
净利润	29.0	32.0	43.6	66.7	104.0	BVPS(元)	1.54	4.35	4.84	5.60	6.80
加:折旧和摊销	2.4	3.5	3.1	3.1	3.1	PE(X)	38.6	35.2	25.9	16.9	10.8
资产减值准备	2.6	3.6	-	-	-	PB(X)	8.6	3.1	2.7	2.4	2.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-171.2	276.0	-109.2	-36.8	17.1
财务费用	1.0	1.4	1.6	1.3	1.4	P/S	11.6	8.0	5.7	4.0	3.0
投资损失	-0.4	-	-	-	-	EV/EBITDA	26.8	51.8	19.2	12.6	7.3
少数股东损益	-0.2	-	1.2	1.9	3.0	CAGR(%)	33.3%	49.5%	45.5%	33.3%	49.5%
营运资金的变动	-28.7	-42.8	-30.5	-100.2	-41.2	PEG	1.2	0.7	0.6	0.5	0.2
经营活动产生现金流量	0.7	-5.8	18.9	-27.2	70.2	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-7.4	-2.3	-	-	-						
融资活动产生现金流量	39.1	217.8	-28.3	-3.7	-3.6						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn