

## 中移协同效应显现, 收入结构持续优化

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 全年实现收入 44.4 亿元, 同比增长 1.2%; 实现归母净利润 6.3 亿元, 同比下降 27.3%; 实现扣非归母净利润 5.2 亿元, 同比下降 31.8%。
- **业绩持续增长, 盈利能力保持稳定。** 1) 从营收端来看, 2022 年全年实现收入 44.4 亿元, 自上市以来持续增长, 同比+1.2%, 主要系公司与中国移动合作协同效应显现, 实现高质量发展, 全国东西南北中多地实现业务落地。2) 从利润端来看, 公司归母净利润同比下降 27.3%, 主要系外部挑战严峻, 公司收入端承压; 公司销售毛利率为 62.7%, 同比下降 3.3pp, 基本维持稳定; 公司销售净利率为 14.1%, 同比下降 5.6pp。3) 从费用端来看, 2022 年公司销售、管理、研发费用率分别为 26.1%、4.7%和 21.1%。其中, 研发投入 9.4 亿元, 同比增加 11.0%; 管理费用同比下降 2.9%, 降本增效, 费用管理能力增强, 保障公司在外部冲击下仍维持稳定的盈利能力。
- **中移合作全面铺开, 协同效应逐步显现。** 公司积极推动与中国移动的业务协同。自 9 月以来, 公司已与中国移动集团及其下属公司签署战略合作协议, 实现了“总部-省-市”的全面业务对接, 全面铺开业务合作。公司和中国移动在其总部区域、东北、西北、华东、华南等地共同开展项目, 协助中国移动建设算力网络基础安全能力, 将自身安全能力融入中国移动集团“连接+算力+能力”体系, 公司则依托中国移动云底座接口, 强化云安全能力。目前, 公司积极拓展政企及 SMB 下游客户, 为电子政务、数字关键基础设施、专线接入、智慧医疗、5G+工业互联网等场景提供多样化安全防护能力, 业务协同效果逐渐显现。
- **AI+安全建模赋能平台提升安全运营能力, 新业务增长优化收入结构。** 公司自主研发的人工智能安全建模和赋能平台, 广泛运用于威胁检测等产品, 助推公司网安产品迈向自动化、智能化阶段。“PanguBot”安全智慧生命体以类 ChatGPT 交互模式运行, 能够接收多模态信息输入, 通过文字和图片的形式向用户反馈, 并能够整合各种运营工具, 安全分析处置自动化, 成为公司智能化安全运营的有力支撑。2022 年, 公司新业务板块增长迅速, 涉云安全、数据安全 2.0&3.0、工业数字化安全、安全运营等业务实现收入 18.82 亿元, 同比增长 21.13%, 占公司全年业务收入的 42.42%, 收入结构持续优化。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.11 元、1.44 元、1.79 元, 未来三年归母净利润将达到 39.6%的复合增长率。公司传统给网络安全领域的龙头, 同时积极在云安全等新兴网安领域快速发展, 是网络行业健康发展的支柱性企业, 产品技术实力过硬, 客户资源优质, 预计公司订单量将迎来显著增长, 给予公司 2023 年 39 倍估值, 对应目标价 43.29 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 合作不及预期、新产品推出进度缓慢、网络安全行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4436.91	6101.71	7820.39	9755.99
增长率	1.16%	37.52%	28.17%	24.75%
归属母公司净利润(百万元)	626.05	1060.93	1371.88	1702.47
增长率	-27.33%	69.46%	29.31%	24.10%
每股收益 EPS(元)	0.66	1.11	1.44	1.79
净资产收益率 ROE	8.46%	12.64%	14.27%	15.31%
PE	46	27	21	17
PB	3.90	3.44	3.00	2.60

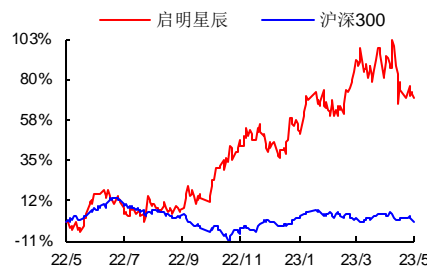
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 叶泽佑  
执业证号: S1250522090003  
电话: 13524424436  
邮箱: yezy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	9.53
流通 A 股(亿股)	7.24
52 周内股价区间(元)	16.85-36.33
总市值(亿元)	288.45
总资产(亿元)	85.36
每股净资产(元)	7.10

### 相关研究

1. 启明星辰(002439): 营收稳健增长, 新业务凸显拉动作用 (2022-04-21)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司安全产品体系主要涵盖网络安全防护、网络安全检测、应用安全、安全管理、云安全 工控安全、移动及终端安全等多个方面，17 类产品市场占有率第一以及 10 类产品处于市场第一阵营，是中国数字化场景中政企客户在网络安全产品、可信安全管理平台、安全运营与服务、安全解决方案的首选提供商。随着数字中国加速建设和 G 端需求复苏的大背景下，公司与中国移动展开战略合作，协同产业健康发展，预计订单量将持续增长。假设 2023-2025 年安全产品订单量增速分别为 36%、28%、24%。

假设 2：公司安全运营与服务产品以用户常见网安需求出发，建立起一套整体安全服务体系，并为各行业客户提供解决方案。在数字中国建设大背景下，各行业业务逐步上云，对网络安全产品的需求形态转为软件服务，对于安全营运服务产品需求将逐步增加。凭借和中国移动在云安全“联创+”方向上的技术协同，公司涉云安全网络密度和广度不断加深，有望带动公司安全运营与服务产品订单量持续增长，预计 2023-2025 年安全服务业务订单量增速分别为 40%、29%、27%，其他业务订单量增速分别为 11%、9%、9%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
安全产品	收入	2956.7	4030.2	5142.5	6358.3
	增速	1%	36%	28%	24%
	毛利率	63%	63%	63%	63%
安全服务	收入	1453.9	2042.3	2641.0	3348.0
	增速	2%	40%	29%	27%
	毛利率	63%	63%	63%	63%
其他业务	收入	26.3	29.2	31.9	34.7
	增速	-3%	11%	9%	9%
	毛利率	53%	53%	53%	53%
合计	收入	4436.9	6101.7	7820.4	9756.0
	增速	1.2%	37.5%	28.2%	24.8%
	毛利率	62.66%	62.67%	62.68%	62.68%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 61.02 亿元（+37.5%）、78.20 亿元（+28.2%）和 97.56 亿元（+24.8%），归母净利润分别为 10.61 亿元（+69.5%）、13.72 亿元（+29.3%）、17.02 亿元（+24.1%），EPS 分别为 1.11 元、1.44 元、1.79 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、21 倍、17 倍。

综合考虑业务范围，选取了亚信安全、信安世纪、安恒信息等 3 家网络安全行业上市公司作为估值参考。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688023.SH	安恒信息	145.81	184.98	19.80	0.94	2.60	4.93	-62	196	71	38
688225.SH	亚信安全	87.28	21.82	17.21	0.41	0.60	0.83	69	53	37	26
688201.SH	信安世纪	57.89	42.00	6.58	1.72	2.27	2.79	48	24	18	15
平均值								18	91	42	26
002439.SZ	启明星辰	288.45	30.28	0.66	1.11	1.44	1.79	46	27	21	17

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 27 倍，行业平均值为 91 倍，显著低于行业平均估值水平。公司信息安全产业深耕多年，形成了深厚的技术壁垒，随着网安行业需求复苏，同时公司与中国移动业务协同效应逐渐显现，预计 2023 年公司订单量将显著增长，给予 2023 年 39 倍估值，对应目标价 43.29 元，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4436.91	6101.71	7820.39	9755.99	净利润	626.63	1062.33	1374.38	1704.94
营业成本	1656.91	2277.70	2918.74	3640.58	折旧与摊销	173.26	138.71	138.71	138.71
营业税金及附加	39.10	56.89	150.31	226.38	财务费用	-7.59	0.45	0.16	-0.01
销售费用	1161.63	1592.82	2124.64	2746.21	资产减值损失	-19.17	0.00	0.00	0.00
管理费用	208.72	294.41	390.84	477.19	经营营运资本变动	-427.48	-722.43	-1174.41	-928.39
财务费用	-7.59	0.45	0.16	-0.01	其他	-356.69	88.66	57.70	194.63
资产减值损失	-19.17	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-11.05	567.72	396.54	1109.88
投资收益	86.71	0.00	2.56	0.00	资本支出	62.41	130.21	130.21	130.21
公允价值变动损益	20.14	35.22	32.81	31.50	其他	-314.56	53.42	35.37	31.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-252.15	183.63	165.57	161.70
<b>营业利润</b>	648.28	1093.00	1414.32	1754.72	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.02	0.91	0.91	0.90	长期借款	-1.26	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	645.25	1093.91	1415.23	1755.62	股权融资	231.41	0.00	0.00	0.00
所得税	18.63	31.58	40.85	50.68	支付股利	-23.70	-78.49	-147.70	-198.55
净利润	626.63	1062.33	1374.38	1704.94	其他	46.46	10.91	-0.16	0.01
少数股东损益	0.57	1.40	2.50	2.47	<b>筹资活动现金流净额</b>	252.92	-67.57	-147.86	-198.54
归属母公司股东净利润	626.05	1060.93	1371.88	1702.47	<b>现金流量净额</b>	-6.70	683.77	414.25	1073.05
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1340.15	1893.71	2177.76	3120.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4027.87	5187.18	6800.22	8416.14	销售收入增长率	1.16%	37.52%	28.17%	24.75%
存货	447.65	663.02	958.69	1152.10	营业利润增长率	-30.75%	68.60%	29.40%	24.07%
其他流动资产	1525.32	1475.89	1482.19	1489.29	净利润增长率	-27.37%	69.53%	29.37%	24.05%
长期股权投资	222.44	222.44	222.44	222.44	EBITDA 增长率	-23.90%	51.38%	26.05%	21.90%
投资性房地产	237.77	237.77	237.77	237.77	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	667.96	626.24	584.53	542.81	毛利率	62.66%	62.67%	62.68%	62.68%
无形资产和开发支出	930.84	836.80	742.77	648.74	三费率	30.71%	30.94%	32.17%	33.04%
其他非流动资产	602.09	599.12	596.16	593.19	净利率	14.12%	17.41%	17.57%	17.48%
<b>资产总计</b>	10002.09	11742.18	13802.52	16423.08	ROE	8.46%	12.64%	14.27%	15.31%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.26%	9.05%	9.96%	10.38%
应付和预收款项	1888.40	2682.67	3370.67	4320.83	ROIC	16.43%	24.56%	26.43%	27.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.34%	20.19%	19.86%	19.41%
其他负债	703.59	654.21	799.87	963.89	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	2591.99	3336.88	4170.54	5284.72	总资产周转率	0.47	0.56	0.61	0.65
股本	952.60	952.60	952.60	952.60	固定资产周转率	7.17	9.43	12.92	17.31
资本公积	2231.06	2231.06	2231.06	2231.06	应收账款周转率	1.16	1.25	1.23	1.21
留存收益	4635.78	5618.22	6842.40	8346.32	存货周转率	3.01	3.52	3.41	3.37
归属母公司股东权益	7391.40	8385.20	9609.38	11113.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.53%	—	—	—
少数股东权益	18.70	20.10	22.60	25.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	7410.10	8405.30	9631.98	11138.36	资产负债率	25.91%	28.42%	30.22%	32.18%
负债和股东权益合计	10002.09	11742.18	13802.52	16423.08	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.99	2.88	2.83	2.75
					速动比率	2.81	2.67	2.59	2.53
					股利支付率	3.79%	7.40%	10.77%	11.66%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.66	1.11	1.44	1.79
					每股净资产	7.76	8.80	10.09	11.67
					每股经营现金	-0.01	0.60	0.42	1.17
					每股股利	0.02	0.08	0.16	0.21
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	813.94	1232.16	1553.19	1893.42					
PE	46.07	27.19	21.03	16.94					
PB	3.90	3.44	3.00	2.60					
PS	6.50	4.73	3.69	2.96					
EV/EBITDA	30.43	19.65	15.41	12.14					
股息率	0.08%	0.27%	0.51%	0.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn