

启明星辰 (002439.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

移动入主如添翼，借势腾飞启新篇

投资逻辑

传统安全领军企业，新兴安全先锋队。公司深耕网安行业 27 年，覆盖八大领域百余种产品。在安全硬件市场市占率第一。根据 IDC 数据，公司入侵检测类起家产品 IDS/IPS、UTM 连续 10 余年市占率第一。基于传统安全赛道多年经验和技術积累，公司战略布局涉云安全、数据安全、安全运营等新兴赛道，进一步打开成长天花板，2022 年公司新业务收入为 18.82 亿元，同比增长 21.13%，占比 42.42%。

网安赛道需求复苏，移动入主再创新高。近年来疫情对网安行业影响较大，但从政策催化、新兴安全需求、安全事件频发三大驱动因素来看，行业具备长期景气度。根据公司 2023 年 5 月 29 日发布的非公开发行公告，中国移动将成为公司实控人，该事项已获国资委批复。我们认为中国移动能够对公司的销售体系进行赋能，此外其丰富的安全应用场景有望带动公司收入放量。我们测算中国移动未来三年将给公司带来超过 60 亿元的安全增量。

AI 赋能降本提效，前瞻布局百“花”盛开。2021 年我国安全服务在行业中占比为 20%，呈现逐年提升态势。公司 2017-2021 五年累计建成安全运营中心 119 个，覆盖 1/3 地级市。公司 2022 年发布的智能辅助工具“PanguBot 盘古小古”后续基于多年的安全大数据积累以及中国移动在大模型及算力领域的能力，其威胁检测能力及在安全运营全流程的自动化水平有望大幅度提升，赋能安全运营中心后有望带来显著降本增效。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2023-2025 年的净利润分别为 9.57/11.99/14.23 亿元，对应 EPS 1.00/1.26/1.49 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 31、25、21 倍，给予 2023 年 40 倍 PE，目标价 40 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

网络安全下游需求恢复不及预期；与中国移动的协同合作不及预期；行业竞争加剧风险；股东减持风险。

计算机组

联系人：纪超

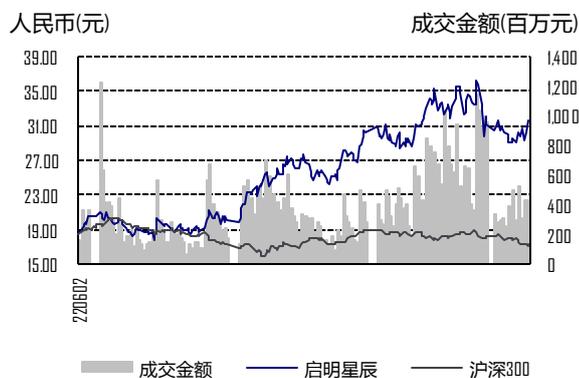
jichao@gjzq.com.cn

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：31.54 元

目标价 (人民币)：40.00 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,386	4,437	5,935	7,830	10,180
营业收入增长率	20.27%	1.16%	33.75%	31.94%	30.01%
归母净利润(百万元)	862	626	957	1,199	1,423
归母净利润增长率	7.15%	-27.33%	52.84%	25.26%	18.70%
摊薄每股收益(元)	0.923	0.657	1.004	1.258	1.494
每股经营性现金流净额	0.34	-0.01	0.37	0.20	0.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.82%	8.47%	7.86%	9.16%	10.02%
P/E	30.92	39.68	31.40	25.07	21.12
P/B	3.96	3.36	2.47	2.30	2.12

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 传统安全领军企业，新兴安全先锋队.....	4
1.1 网安老兵宝刀未老，硬件安全持续领航.....	4
1.2 二十七载行稳致远，盈利能力行业领先.....	5
1.3 战略布局新兴安全，与时俱进打开成长空间.....	8
2. 网安赛道需求复苏，移动入主再创新高.....	10
2.1 网安行业长期景气，运营商加码网络安全.....	10
2.2 中国移动战略入股，多领域合作加速发展.....	12
2.3 业务协同落地有声，迎来数十亿潜在增量.....	13
3. AI 赋能降本提效，前瞻布局百“花”盛开.....	14
3.1 安全服务打造防御闭环，重视程度逐年提升.....	14
3.2 前瞻布局安全运营中心，多年播种现已全面花开.....	15
3.3 AI 赋能安全运营与服务，降本提效未来可期.....	16
4. 盈利预测与投资建议.....	17
5. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 公司多款产品市占率领先.....	4
图表 2： 我国网络安全市场中安全硬件占比最高（2021 年）.....	5
图表 3： 公司位居安全硬件市场第一（2022 年）.....	5
图表 4： 公司位居数字政府安全硬件市场第一（2021 年）.....	5
图表 5： 统一威胁管理（UTM）产品市场第一（2022 年）.....	5
图表 6： 入侵检测与防御墙产品市场第一（2022 年）.....	5
图表 7： 公司收入体量位居前三.....	6
图表 8： 公司收入增速较为稳健.....	6
图表 9： 公司毛利率位居行业中游.....	6
图表 10： 公司净利率水平行业第一.....	6
图表 11： 公司研发费用率位居行业中游.....	6
图表 12： 公司经营性净现金流保持领先.....	6
图表 13： 公司人均创收水平位居前三.....	7
图表 14： 公司人均创利水平行业第一.....	7
图表 15： 公司 1Q2023 收入快速增长.....	7
图表 16： 公司 1Q2023 净利润亏损幅度收窄.....	7

图表 17: 2022 年公司毛利率和净利率有所下滑.....	8
图表 18: 公司研发费用率不断提升.....	8
图表 19: 2023 年我国数据安全市场规模突破百亿元.....	8
图表 20: 云安全市场规模快速增长.....	8
图表 21: 物联网安全市场增速逐年提升.....	8
图表 22: 工业互联网安全市场空间广阔.....	8
图表 23: “数据绿洲”数据安全能力全景图.....	9
图表 24: 网络安全行业近年来收入增速放缓.....	10
图表 25: 政策催化+新兴安全需求+安全事件频发是驱动行业增长的三驾马车.....	11
图表 26: 电信行业在行业下游结构中占比第三（2021 年）.....	11
图表 27: 运营商持续加码网络安全.....	11
图表 28: 公司与中国移动的合作有望实现“1+1>2”.....	12
图表 29: 公司销售体系中直销占比约 74%.....	12
图表 30: 移动云在专属云市场排名第三（2022 年 H1）.....	13
图表 31: 移动云在边缘专属云市场排名第一（2021 年）.....	13
图表 32: 合作项目案例.....	13
图表 33: 预计中国移动未来三年给公司带来的安全增量超 60 亿元.....	14
图表 34: 2021 年全球网络安全市场服务占比达 60%.....	15
图表 35: 我国网安市场安全服务占比持续提升.....	15
图表 36: 网络安全服务需求呈现“四化”趋势.....	15
图表 37: 2017-2021 年公司安全运营中心数量快速增加.....	16
图表 38: 公司位居托管安全服务市场第一（2021 年）.....	16
图表 39: 公司位居安全咨询服务市场前三（2021 年）.....	16
图表 40: 人工智能在网络安全领域的赋能模式.....	17
图表 41: 核心估值假设.....	18
图表 42: 可比公司估值比较（市盈率法）.....	18

1. 传统安全领军企业，新兴安全先锋队

1.1 网安老兵宝刀未老，硬件安全持续领航

公司产品线覆盖齐全，多个细分领域市占率第一。公司是网络安全产品、服务和解决方案综合提供商，深耕网络安全领域 27 年，产品体系完备，覆盖网络安全防护、网络安全检测、数据安全、应用安全、安全管理、云安全、工控安全、移动及终端安全等八大领域百余种产品，其中 17 类产品市占率第一、10 类产品处于市场第一阵营。除了基础安全产品市场份额持续多年领先外，公司在数据安全、工控安全、物联网安全等新兴安全领域也具备较强的竞争力，多项产品市场排名第一。

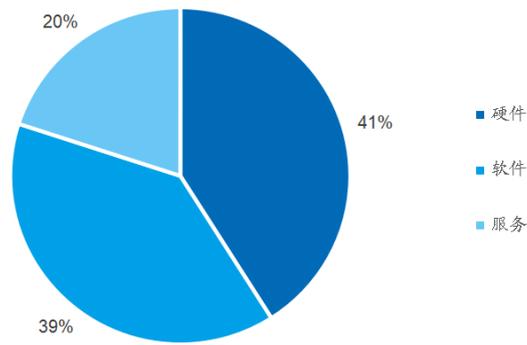
图表1：公司多款产品市占率领先

类别	产品	排名
数据安全	数据安全	2015 年至今中国市场占有率持续第一
	数据库安全审计与防护	2014 年至今中国市场占有率持续第一
	运维安全审计	2016 年至今中国市场占有率持续第一
		2021 年入围 Gartner 亚太特权管理魔力象限
	数据安全基础设施管理平台	获《IDC TechScape：中国数据安全技术发展路线图，2022》数据安全基础设施管理平台推荐厂商
数据安全服务	获《IDC Perspective：中国数据安全服务市场洞察，2022》数据安全服务推荐厂商	
零信任	零信任网络访问解决方案	获《IDC MarketScape：中国零信任网络访问解决方案》中国零信任网络访问解决方案厂商评估领导者
安全运营	托管安全服务	2019 年起市场占有率持续第一
物联网安全	视频物联安全	2021 年至今中国市场占有率持续第一
	视频物联边界安全	2021 年至今中国市场占有率持续第一
工控安全	工业防火墙	2018 年至今中国市场占有率持续第一
	工控 IDS	2019 年至今中国市场占有率持续第一
	工控网闸	2019 年至今中国市场占有率持续第一
	工业态势感知	2020 年至今中国市场占有率持续第一
	工控漏扫	2020 年至今中国市场能力第一
应用安全	硬件 Web 应用防火墙	2017 年入围 Gartner WAF 魔力象限
		2018 年至今大中华区及中国区市场排名第一
基础安全	安全管理平台	2008 年起中国市场占有率第一
		2017 年国内首家入围 Gartner SIEM 魔力象限并连续多次入围
	日志审计	2019 年至今中国市场占有率持续第一
	脆弱性扫描	2017 年至今中国市场占有率持续第一
	安全网关	2007 年至今中国市场占有率持续第一
		自 2016 年起连续多次入围 Gartner UTM 魔力象限
	网闸	2013 年至今斩获中国市场占有率持续第一
	IDS/IPS	2002 年至今中国市场占有率持续第一
自 2016 年起连续多次入围 Gartner IDPS 魔力象限		

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

安全硬件占据网络安全市场主导地位。网络安全市场分软件、硬件和服务三大类，目前我国网络安全市场以硬件为主，根据智研咨询数据，2021 年安全硬件占比为 41%，仍然是我国最大的网络安全细分市场。根据 IDC 数据，2022 年中国安全硬件市场规模为 36.5 亿美元，预计到 2026 年将突破百亿美元，2022-2026 年 CAGR 约 29%。

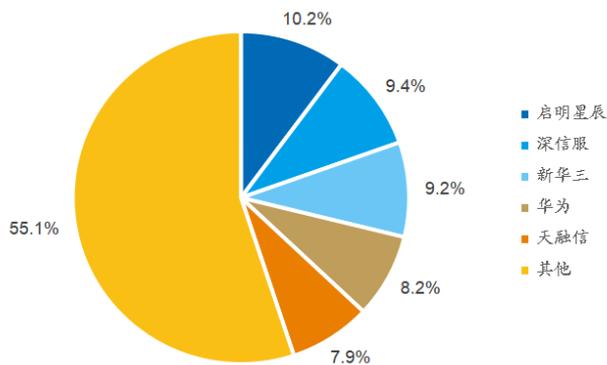
图表2: 我国网络安全市场中安全硬件占比最高 (2021年)



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

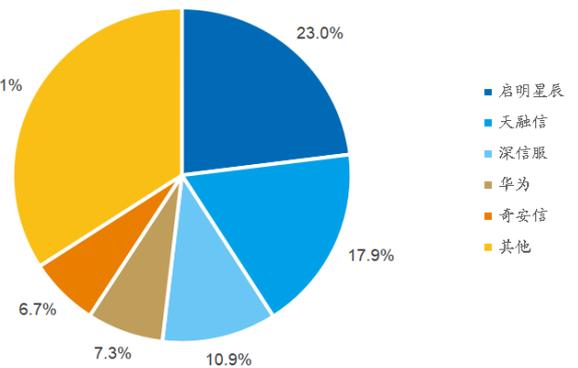
安全硬件市场龙头, IDS/IPS、UTM 市场持续领跑。公司以入侵检测类产品起家, 率先推出世界第一款硬件 IDS 产品(天阗入侵检测系统)和国内第一款 UTM 产品(天清汉马一体化安全网关), 奠定行业领先地位; 2012 年起公司陆续收购网御星云、合众数据、书生电子等多家安全领域厂商, 进一步拓展自身安全业务。根据 IDC 数据, 2022 年公司以 10.2% 的市场份额位居安全硬件市场第一, 并在多个细分领域位居前列, 其中 IDS/IPS 连续 10 年市占率排名第一, UTM 连续 11 年市占率第一, 硬件 WAF、VPN 等多项产品市占率排名前三。

图表3: 公司位居安全硬件市场第一 (2022年)



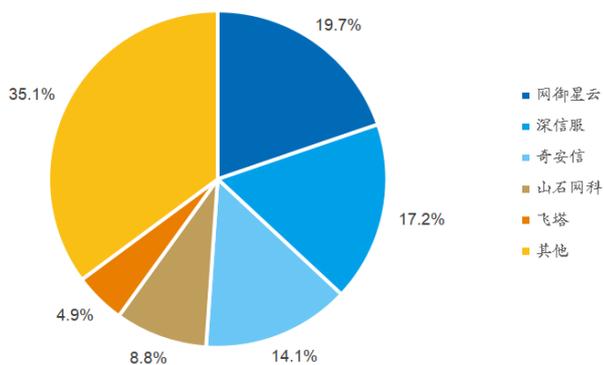
来源: IDC, 国金证券研究所

图表4: 公司位居数字政府安全硬件市场第一 (2021年)



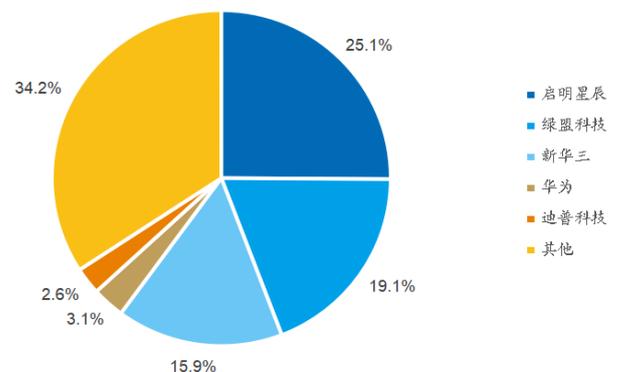
来源: IDC, 国金证券研究所

图表5: 统一威胁管理 (UTM) 产品市场第一 (2022年)



来源: IDC, 国金证券研究所

图表6: 入侵检测与防御墙产品市场第一 (2022年)



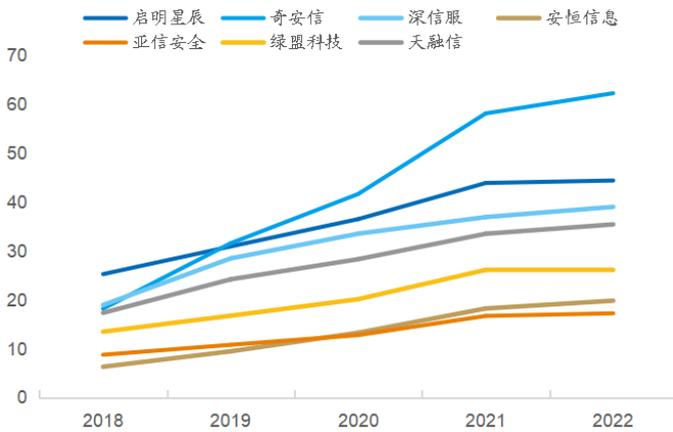
来源: IDC, 国金证券研究所

1.2 二十七载行稳致远, 盈利能力行业领先

公司经营稳健, 净利率水平行业第一。公司始终保持稳健的经营风格, 在同行业可比公司中, 公司收入体量位居前三, 收入增速保持稳健, 公司兼顾收入和利润的均衡发展, 毛利率位居行业平均水平, 不考虑 2022 年疫情影响, 公司净利率保持在 20% 左右, 位居行业

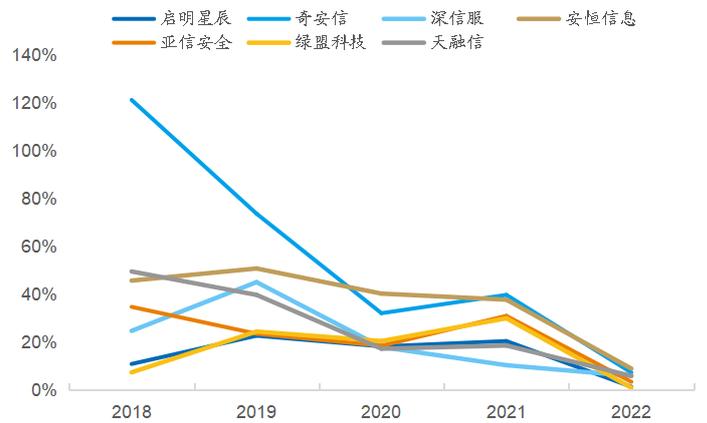
第一。

图表7: 公司收入体量位居前三



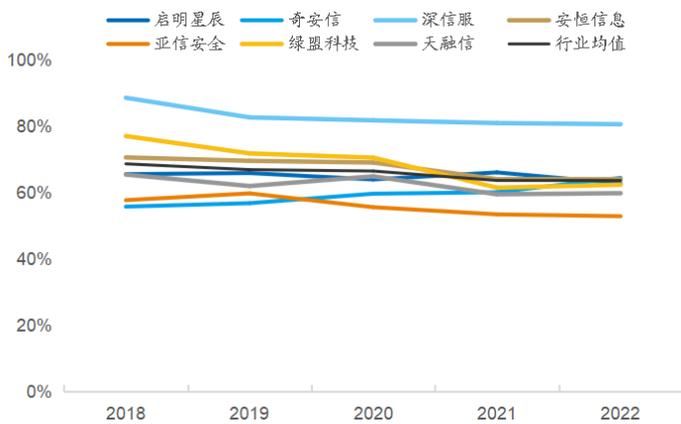
来源: Wind, 国金证券研究所(深信服和天融信取安全业务收入)

图表8: 公司收入增速较为稳健



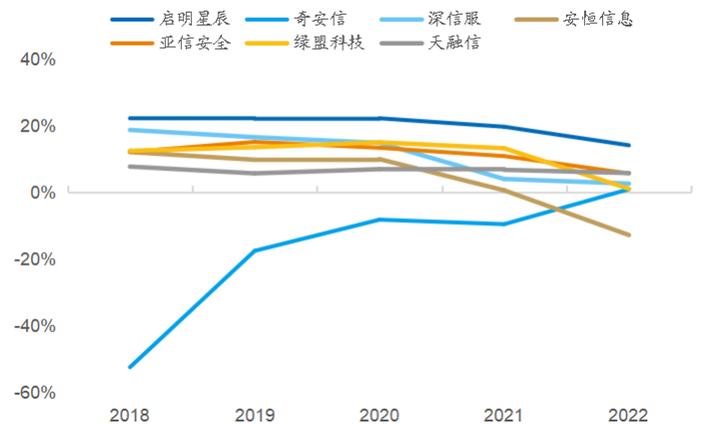
来源: Wind, 国金证券研究所(深信服和天融信取安全业务收入)

图表9: 公司毛利率位居行业中游



来源: Wind, 国金证券研究所(深信服和天融信取安全业务毛利率)

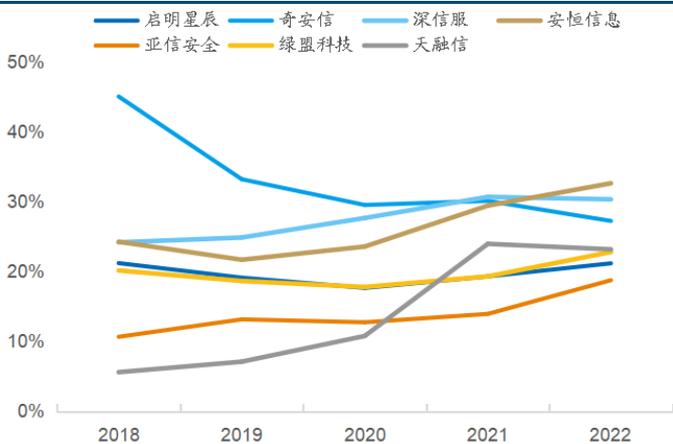
图表10: 公司净利率水平行业第一



来源: Wind, 国金证券研究所

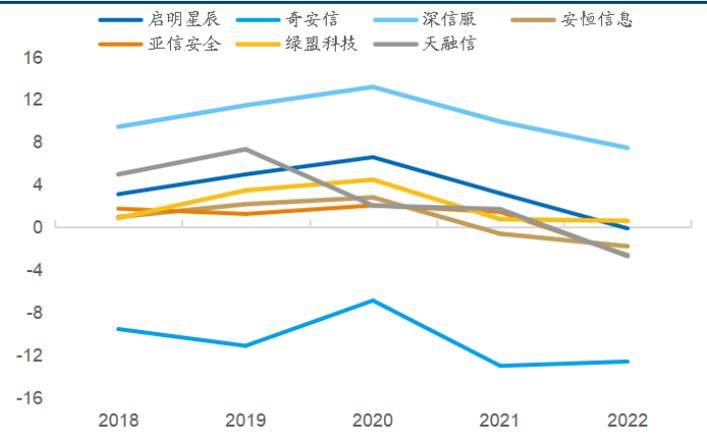
公司人均创利和经营性净现金流行业领先。在同行业可比公司中,公司研发费用率位居行业中游水平,经营性现金流净额和人均创收水平位居行业前三,近年来人均创利(不考虑受疫情影响较严重的2022年)约14万元,位居行业第一。

图表11: 公司研发费用率位居行业中游



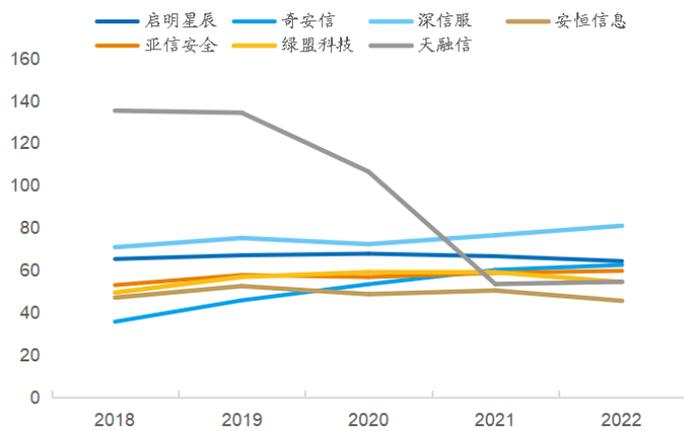
来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 公司经营性净现金流保持领先

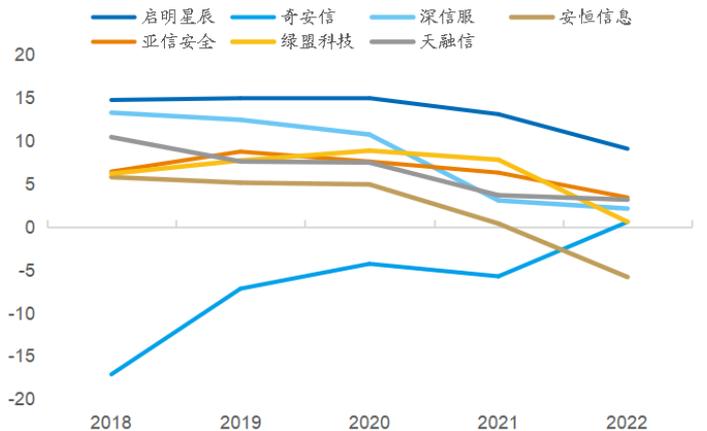


来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 公司人均创收水平位居前三



图表14: 公司人均创利水平行业第一

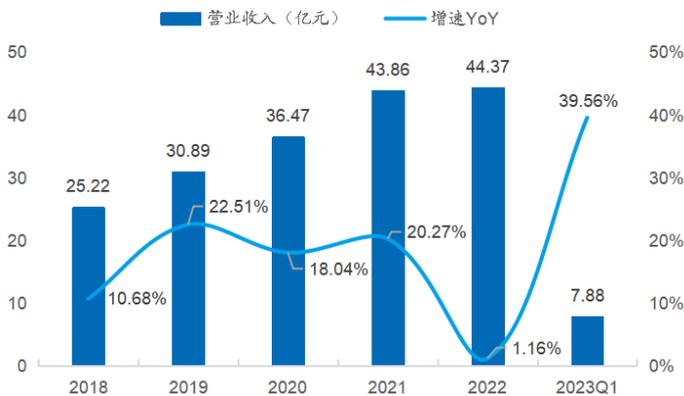


来源: Wind, 国金证券研究所

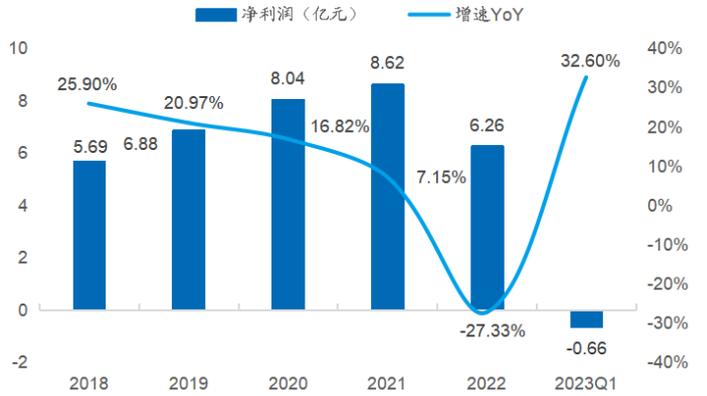
来源: Wind, 国金证券研究所

中移协同不断落地, 收入端有望迎来持续改善。2022 年公司收入为 44.4 亿元, 同比增长 1.2%, 归母净利润为 6.3 亿元, 同比下降 27.3%, 收入端增速放缓系 2022 年疫情一定程度上影响了公司在四季度的项目实施和交付, 叠加公司在销售和研发端投入加大, 致使利润承压。1Q2023 公司收入为 7.9 亿元, 同比增长 39.6%, 归母净利润为 -0.7 亿元, 亏损幅度同比收窄 32.6%, 主要系公司与中国移动的合作项目不断落地, 带动 Q1 业绩快速增长。

图表15: 公司 1Q2023 收入快速增长



图表16: 公司 1Q2023 净利润亏损幅度收窄



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

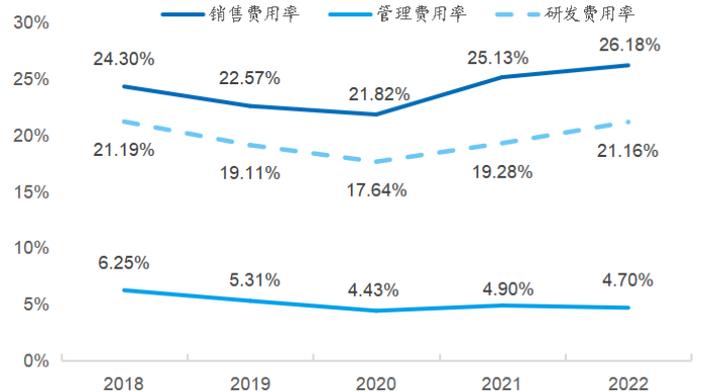
2022 年公司毛利率和净利率分别下降至 62.7% 和 14.1%, 毛利率下滑主要受和中国移动战略卡位性的集成业务占比提升影响, 随着后续合作的不断深入, 毛利率水平有望改善, 净利率下滑主要受收入增速放缓以及公司在研发和销售端投入加大所致。2022 年公司研发、销售、管理费用率为 21.2%、26.2%、4.7%, 研发费用率和销售费用率较 2021 年分别提升 1.88pct、1.05pct, 主要系公司持续加大新业务的研发和销售推广, 管理费用率下降约 0.2pct。

图表17: 2022年公司毛利率和净利率有所下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 公司研发费用率不断提升

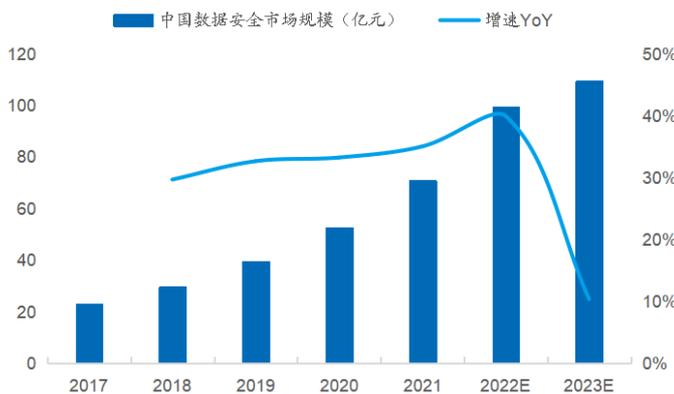


来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 战略布局新兴安全，与时俱进打开成长空间

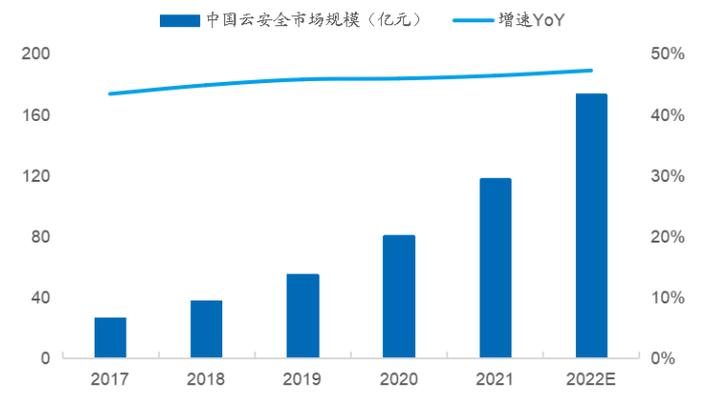
新兴安全市场增速亮眼，空间广阔。数字中国建设向纵深推进，新技术新场景新威胁持续涌现催生网络安全新需求，“云大物移工”等新兴安全市场增长迅速，带动网络安全市场规模不断扩容。根据中商产业研究院数据，2021年中国数据安全市场规模约71亿元；根据CCW Research数据，2021年中国云安全市场规模约118亿元；根据智研咨询数据，2021年中国物联网安全和工业互联网安全市场规模分别约301亿元、228亿元，各新兴安全领域历史增速水平均保持在约30%，新兴安全市场空间广阔。

图表19: 2023年我国数据安全市场规模突破百亿元



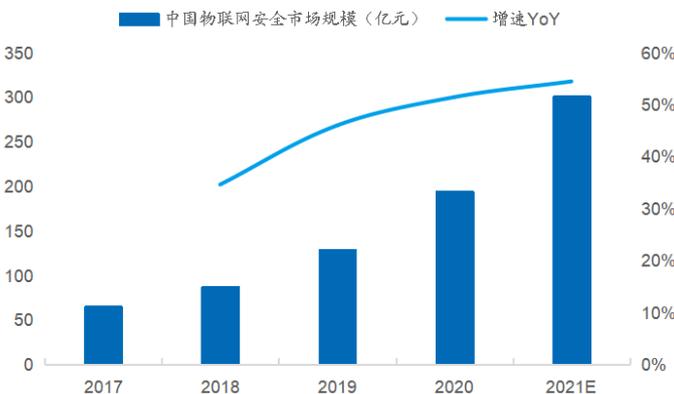
来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

图表20: 云安全市场规模快速增长



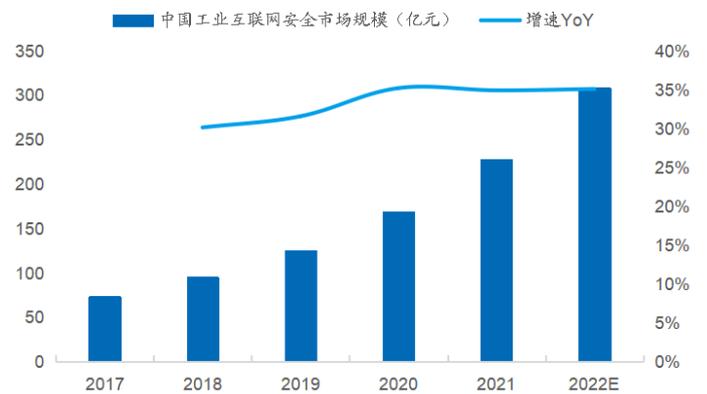
来源: CCW Research, 国金证券研究所

图表21: 物联网安全市场增速逐年提升



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

图表22: 工业互联网安全市场空间广阔



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

制定“五横八纵”战略布局，新安全业务持续放量。面对数字化场景带来的新发展机遇和新安全挑战，公司基于传统安全赛道的核心技术优势和丰富经验，绘制了以“创新场景化、交付运营化”为核心思想的“十四五”规划战略树，并以数据安全、涉云安全和安全运营业务作为三大顶级业务战略，打造业务增长新引擎。2022年公司涉云安全、数据安全2.0

&3.0、工业数字化安全、安全运营等新业务板块实现收入 18.8 亿元，较 2021 年同期增长 21.1%，收入占比提升至 42.4%。

把握数据要素机遇，依托数据绿洲构建一体化数据安全保障体系。公司在数据安全领域拥有近 20 年的技术积累，形成了国内领先的完整的数据安全产品生态，公司数据安全、数据库审计与防护、运维审计等传统数据安全产品连续多年市场排名第一。近年来，随着数据要素市场化加速发展，公司数据安全战略持续升维，发布了数据安全体系“数据绿洲”，提出数据对象安全(1.0)、数据汇聚安全(2.0)、数据流通安全(3.0)三阶段战略，通过体系化和场景化数据安全能力，保障数据全生命周期安全。从发展阶段来看，公司在数据安全 1.0 已经占据领先优势。步入 3.0 阶段，公司持续探索构建可信数据要素治理空间，以输出安全能力和数据要素治理能力的方式满足数据要素各方的不同需求，进而重点发力行业业务数据治理、行业业务数据要素化经营，促进数据安全业务规模扩张。根据公司 2022 年年报，2022 年公司数据安全 2.0&3.0 业务收入同比增长 40%以上。

图表 23: “数据绿洲”数据安全能力全景图



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

携手中国移动构建原生安全体系，涉云安全未来可期。公司具有完整的云安全能力体系，以新一代云安全管理平台为核心，助力政企客户便携上云、安全用云，在 IDC 安全资源池市场份额排名位列前六，并入选 Gartner《中国云安全资源池创新洞察报告》云安全资源池代表厂商。随着国资云建设加快部署和云基础设施快速发展，叠加中国移动在云安全“联创+”方向上的技术协同，公司云安全全面升级为涉云场景安全能力布局，安全能力融合于云基础设施，提供“端、网、云、数、服”各层面的云安全产品和服务，同时赋能于云自身安全和开展对外云安全业务，根据公司 2022 年年报，2022 年公司涉云安全业务收入同比增长 40%以上。

工业互联网安全产品竞争力行业领先，契合“5G+工业互联网”发展需求。工控系统是我国关键基础设施的“神经中枢”，关乎国家安全。随着“5G+工业互联网”应用落地，工控系统网络威胁全面升级，工控安全市场大有可为。公司是业内最早开展工业互联网安全业务的厂商之一，多项产品市占率第一，其中工业防火墙、工业网闸、工业 IDS、工业态势感知系统、工控漏扫五项产品位列竞争格局领导者行列榜首，工控主机安全、工控安全审计产品占据行业领导者地位。此外公司工控安全产品具备较强的场景化落地能力，通过与实际业务场景深度融合，赋能电力、交通、石油石化等 20 多个工业细分领域，落地成熟案例 1200+。

2. 网安赛道需求复苏，移动入主再创新高

2.1 网安行业长期景气，运营商加码网络安全

疫情影响下游需求，网络安全行业近年来表观上呈下行趋势。近年来，网络安全厂商收入增速整体上呈现放缓趋势，背后原因有二，第一，行业下游客户主要以G端、大B端为主，受疫情影响，网络安全预算开支有所缩减或推迟；第二，疫情一定程度上影响了网安公司产品及项目的实施和交付。从表观上看，行业发展有下行趋势，但是结合背后原因可以看到，行业整体下行主要受外界不可控因素影响所致。

图24：网络安全行业近年来收入增速放缓



来源：Wind，国金证券研究所（选取奇安信、深信服、启明星辰、天融信、亚信安全、绿盟科技、安恒信息收入合计值为代表，深信服和天融信取其安全业务收入）

政策催化+新兴安全需求+安全事件频发是驱动行业增长的三驾马车。

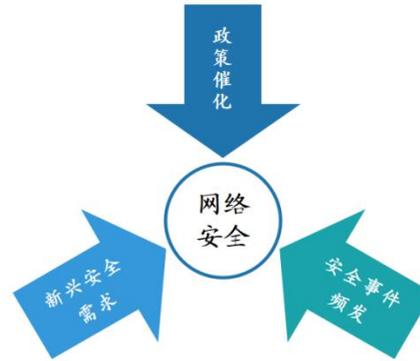
政策催化：网络安全行业主要受强合规需求驱动，下游客户通过购买网络安全产品及服务以满足相关法律法规的强制性安全要求。近年来，相关法律政策对行业持续催化，2022年9月14日发布的关于修改《中华人民共和国网络安全法》的决定（征求意见稿）更是对2017年施行的《网络安全法》进行了修订，其中新增对于情节特别严重的，处一百万元以上五千元以下或者上一年度营业额百分之五以下罚款这一处罚方式。强合规属性叠加惩罚力度趋严将持续驱动行业增长。

新兴安全需求：新兴技术不断涌现背景下，对应的安全需求同步增长。“云安全、大数据安全、物联网安全、移动互联网安全、工业互联网安全、车联网安全”等新兴安全场景为网络安全行业持续注入新的增量。网络安全与新技术的发展是伴生的关系，这也是网络安全行业细分领域众多的核心原因。随着ICT领域的快速蓬勃发展，将对中游的网络安全厂商不断提出新的安全需求。

安全事件频发：安全事件频发不仅会给个人及企业造成财产损失，对金融、运营商、能源、电力等关键信息基础设施行业来说更可能直接威胁到国家安全。这将倒逼下游客户加强对于网络安全的建设。

总的来说，无论从哪一个维度来看，下游对于网络安全行业的需求都具备长时间维度的持续性，并且这种需求是必要且刚性的。下游需求释放节奏可能受到一些因素影响，但是整个行业具备长期景气性。

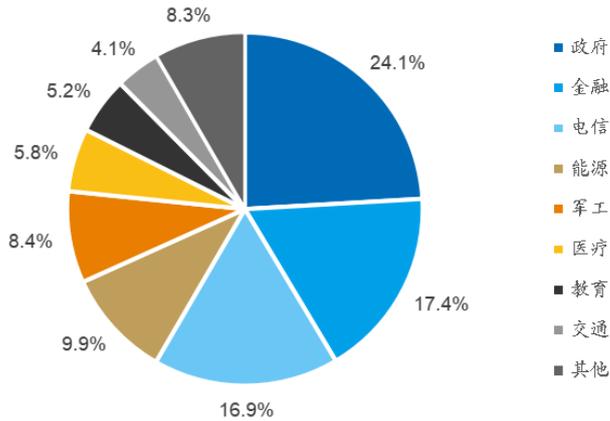
图表25: 政策催化+新兴安全需求+安全事件频发是驱动行业增长的三驾马车



来源: 国金证券研究所

运营商在行业下游客户中占比第三,对于网络安全有强需求。从行业下游结构来看,政府、金融、电信在网络安全支出中位居前三。运营商作为关键信息基础设施行业,拥有海量的用户数据及个人信息,一旦发生信息泄露或遭受网络攻击,将直接威胁个人安全乃至国家安全,因此运营商对于网络安全的建设向来给予了高度重视,归根结底是行业属性所决定。在2021年7月工信部发布的《网络安全产业高质量发展三年行动计划(2021-2023)(征求意见稿)》中亦提出电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例达10%,此外,相比其他行业,运营商行业对网络安全产品的性能、吞吐量、并发量等指标的要求相对严格,入围运营商集采能够从侧面反映出一家网络安全厂商的产品或服务的硬实力。

图表26: 电信行业在行业下游结构中占比第三(2021年)



来源: 信通院, 国金证券研究所

运营商持续加码网络安全,网络安全与信息化建设是一体之两翼,驱动之双轮。近年来,电信行业对网络安全的投入和重视程度不断提升。移动、电信、联通等电信龙头纷纷通过战略入股及成立合资公司的方式与网安厂商加强合作。具体来看,中国移动参与了启明星辰2022年的非公开发行A股股票,发行完成后将成为公司实控人,持股22.99%。中国电信参与了安恒信息2020年的定增,目前持股2.25%,其子公司中电信数智科技有限公司与安恒信息开展相关合作;2019年联通与奇安信成立安全子公司云盾智慧。电信行业信息化程度属性较高,网络安全与信息化的建设本应是同步规划、同步建设、同步运营,新兴技术不断涌现,新安全场景纷繁复杂,电信行业加码网络安全的背后更多是补齐网安拼图,致力于安全发展。

图表27: 运营商持续加码网络安全

时间	事件
2023.5	中国移动参与启明星辰2022年的非公开发行A股股票,发行完成后将成为公司实控人,持股22.99%。
2021.10	中国电信参与安恒信息2020年的定增,目前持股2.25%,其子公司中电信数智科技有限公司与安恒信息开展相关合作。
2019.12	中国联通与奇安信集团签署战略合作协议,共同出资成立安全子公司:云盾智慧安全科技有限公司。

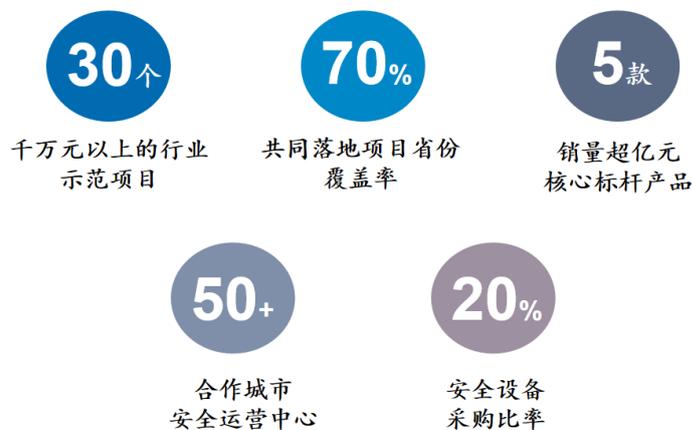
来源：启明星辰公司公告，安恒信息公司公告，奇安信微信公众号，国金证券研究所

2.2 中国移动战略入股，多领域合作加速发展

中国移动战略入股，将成为公司实控人。根据公司 2023 年 5 月 29 日发布的向特定对象发行证券募集说明书(修订稿)，预计发行完成后，中移资本直接持有公司 22.99% 的股份，中国移动集团将成为公司实控人，该事项已获得国资委批复。此外根据 2022 年 9 月 14 日公司与中国移动集团签署的《战略合作协议》，双方将围绕安全业务市场联合拓展、安全产品服务共同打造、安全能力体系协同建设以及安全前沿领域协同创新等四个方面展开合作。

整体看，实控带来的协同效应有望实现“1+1>2”。前文我们提到运营商与网安厂商开展合作的方式主要为成立合资公司及战略入股，而入股又包括参股和实控，我们认为实控这种方式带来的协同效应和资源倾斜力度最大，有望实现“1+1>2”的效果。根据《战略合作协议》，双方约定未来三年在重点行业打造 30 个千万以上示范项目，打造五款销售过亿的标杆产品，合作城市安全运营中心数量超过 50 个，这组数字亦可佐证。

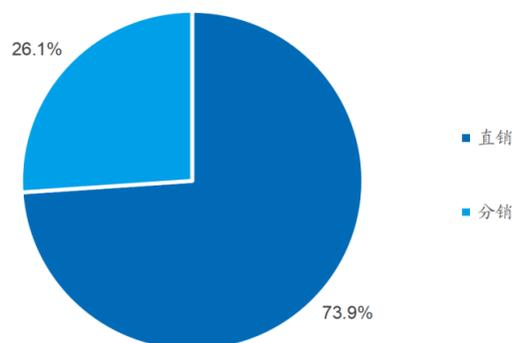
图28：公司与中国移动的合作有望实现“1+1>2”



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

销售渠道的赋能是关键。中国移动在 31 个省（自治区、直辖市）设有全资子公司提供通信及信息服务，在国内销售体系的覆盖范围远大于公司，公司 2022 年直销收入占比约为 74%，我们认为中国移动广泛的销售渠道网络未来有望和公司直销体系形成合力，带动相关产品和服务的规模化推广。

图29：公司销售体系中直销占比约 74%



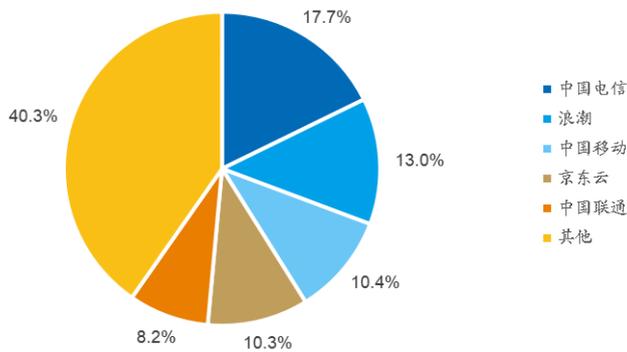
来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

此外，丰富的应用场景将打开公司成长空间。

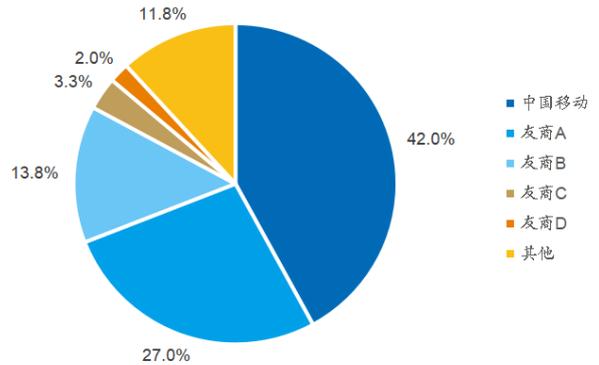
与移动云联合发布移动云|星辰安全品牌，致力安全的云和云安全，2022 年移动云收入为 503 亿元，同比增长 108.1%，截至 2022 年 2 月，央企上云项目超 3700 个，公有云收入份额国内前六，专属云排名第三，边缘云排名第一。移动云的快速增长为公司带来了一个很好的切入点，公司将安全能力与云基础设施融合，构建云安全能力底座，并在移动云上提供面向 IaaS、PaaS 和 SaaS 安全的原生安全能力，能够同时保障租户和云平台自身的安

全，目前公司与移动云联合发布了移动云|星辰安全品牌、移动云|星辰安全-安全云脑、移动云|星辰安全-云网全域安全能力，公司云安全业务有望借力移动云规模的快速增长在未来实现爆发。

图表30：移动云在专属云市场排名第三（2022年H1）



图表31：移动云在边缘专属云市场排名第一（2021年）



来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

数据安全为移动“连接+算力+能力”新型体系保驾护航。中国移动以5G、算力网络、能力中台等新型信息基础设施，打造了“连接+算力+能力”的新型信息服务体系，无论是连接的全流程还是算力的支撑亦或是能力的提供，都涉及到数据安全的问题。公司数据绿洲安全体系涵盖数据对象安全、数据汇聚安全以及数据流通安全三个层面，能够对数据的全生命周期进行保护，为中国移动的新型信息服务体系保驾护航。此外，数据绿洲基于移动云上数据资源及应用场景优势，有望构建安全合规、智能防护的可信数据要素治理空间，并以安全能力的提供和数据业务的交付，融入中国移动云上基础设施、网络基础设施承载的可信空间中，从而构建云上数据要素治理与安全管控空间。

超级SIM卡夯实身份信任基础设施。超级SIM（超级SIM卡+超级SIM安全网关）是基于号卡认证体系建立一张基于身份的网络，通过运用超级SIM卡及其配套的安全机制，可以区分合法用户和可疑用户，将客体的保护联动到超级SIM卡主体的身份，并对企业网络内外的任何人、设备和系统，重新构建企业访问控制的信任基础。目前公司内网已全面切换到中国移动超级SIM卡号及认证体系。

32项安全能力被纳入中国移动智慧中台，多领域合作公司迎来加速发展期。目前，公司覆盖业务安全、数据安全、终端安全、应用安全、基础安全等领域的32项能力被纳入中国移动智慧中台。未来随着公司与中国移动合作领域不断扩大，公司天花板将不断重塑，公司迎来加速发展期。

2.3 业务协同落地有声，迎来数十亿潜在增量

合作节奏显著加速，业务协同不断落地。自2022年9月14日公司与中国移动签署战略合作协议以来，相关合作不断展开，公司相继与多个省级及市级中国移动子公司签署战略合作协议，合作落地进度整体上超预期，从中不难看出，中国移动给予了公司极大的资源倾斜力度。从另外一个角度看，中国移动省级及市级的子公司将为公司的销售渠道持续赋能。

图表32：合作项目案例

时间	地区	内容
2023.05.22	福建移动	协助福建移动加强云、网、边、端、数、智、信、安(ABCD-NETS)中的“安全”实力。
2023.05.17	永州移动	为政府、企业和个人用户提供更加完善的网络安全服务，提升永州网信安全能力。
2023.04.24	汕头移动	汕头移动与启明星辰将在汕头区域展开“信息安全行业”深入全面合作，进行战略协同发展。
2023.04.11	南通移动	协同开展业务创新、服务模式创新及新技术、新应用的孵化和创新，联合打造政企一体化解决方案。
2023.04.08	甘肃移动	聚焦5G与云服务、大数据、物联网、数字政府、东数西算等业务板块，共同推动数字化转型升级。
2023.03.17	张家界移动	双方针对各行业用户的安全需求，提供差异化的网络信息安全解决方案及完善的网络安全保障服务。
2023.03.10	盐城移动	双方将基于各自领域的资源优势与技术实力开展协作，探索网络安全新形势下新的发展机遇。
2023.03.03	泰州移动	围绕云安全、5G安全、车联网安全、工业互联网安全及行业数智化转型等方向开展协作。
2023.02.08	宁夏移动	在安全运营业务、云安全业务、等保合规业务、金融和能源（煤炭）行业业务等领域展开合作。
2023.01.15	北京移动	双方充分结合各自优势资源，在产品与解决方案开发推广、商机拓展、人员赋能等方面紧密合作。

2022.12.02	镇江移动	双方互为重要的战略合作伙伴，进入对方合作短名单，合作开展网络安全培训等工作。
2022.11.23	扬州移动	围绕云安全、5G安全、车联网安全、工业互联网安全、To G安全及行业数智化转型等方向开展协作。
2022.11.18	抚顺移动	在网络和信息安全业务、生态共建等领域展开合作，加快抚顺市政企客户网络和信息安全管理建设。
2022.11.07	湘西移动	展开全面深入合作，为政府、企业和个人用户提供更加完善的网络安全服务。
2022.10.14	连云港移动	基于各自核心竞争力，建立“纵向+横向”行业全景视图，围绕对应行业的业务需求抢先布局。
2022.10.10	广州移动	共同整合在网络与数据安全、5G、视频、云计算、大数据、AI及物联网等技术领域产品
2022.10.09	中移国际	公司与中移国际在中国香港合作共建联合安全运营服务中心，是双方首个城市级安全运营服务中心。
2022.09.30	杭州移动	全面推进双方在浙江省杭州市 DICT 业务的战略合作。
2022.09.29	江苏移动	围绕安全托管中心、云网融合安全(云+5G+专线)、To G安全及行业数智化转型等方向开展合作。
2022.09.26	烟台移动	聚焦政府、金融、教育等高价值客户，形成“启明星辰+烟台移动+云能力中心”联合运营模式。
2022.09.21	南京移动	在“云、网、数、用、端、5G安全、车联网安全、工业互联网安全”等方向展开深度合作。
2022.09.16	山东移动	签署首个省级战略协议，标志着双方战略协同已进入总部-省-市三级全面对接新阶段。

来源：公司微信公众号，国金证券研究所

预计中国移动未来三年给公司带来的安全增量超 60 亿元。我们从两个角度分析中国移动给公司带来的安全增量。

从中国移动内部的安全需求来看，根据公司公告，我们保守估计 2023 年中国移动的内部安全采购需求为 22 亿元，给予 2024、2025 年 10% 的增速，假设公司 2023-2025 年的份额分别为 15%、20%、25%，可以得到 2023-2025 年公司从中国移动内部安全需求中获得的增量分别为 3.3、4.84、6.66 亿元。

从中国移动 DICT 业务视角来看，根据中国移动 2022 年年报，其 DICT 业务 2022 年增速为 38.8%，我们假设该业务 2023-2025 年的收入增速分别为 33%、28%、23%，安全占 DICT 业务比例逐年提升，2023-2025 年分别为 2%、3%、4%，随着公司与中国移动的合作逐渐深入，公司份额不断提升，假设 2023-2025 年公司的份额分别为 30%、35%、40%，则 2023-2025 年公司的安全增量分别为 6.89、15.44、28.95 亿元。

总的来看，根据我们的测算，中国移动未来三年将为公司带来超过 60 亿元的安全业务增量。

图表33：预计中国移动未来三年给公司带来的安全增量超 60 亿元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
内部安全需求 (亿元)	18.18	20.00	22.00	24.20	26.62
内部安全需求增速 YoY		10%	10%	10%	10%
公司份额	3%	8%	15%	20%	25%
公司从中收入 (亿元)	0.55	1.60	3.30	4.84	6.66
移动 DICT 业务收入 (亿元)	623.00	864.00	1149.12	1470.87	1809.17
移动 DICT 业务增速 YoY	43.2%	38.8%	33.0%	28.0%	23.0%
安全占 DICT 业务比例	0.5%	1%	2%	3%	4%
安全业务体量 (亿元)	3.12	8.64	22.98	44.13	72.37
公司份额	16.3%	22.7%	30.0%	35.0%	40.0%
公司从中收入 (亿元)	0.51	1.96	6.89	15.44	28.95
收入合计值 (亿元)	1.05	3.56	10.19	20.28	35.60

来源：公司公告，中国移动公告，国金证券研究所

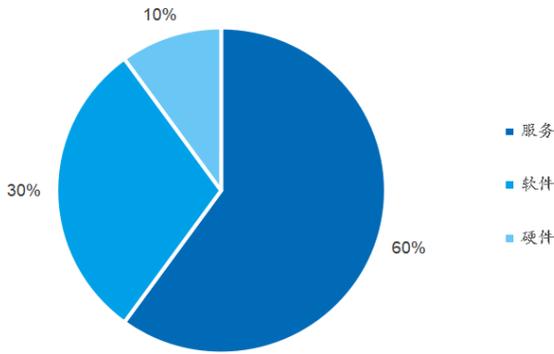
3. AI 赋能降本提效，前瞻布局百“花”盛开

3.1 安全服务打造防御闭环，重视程度逐年提升

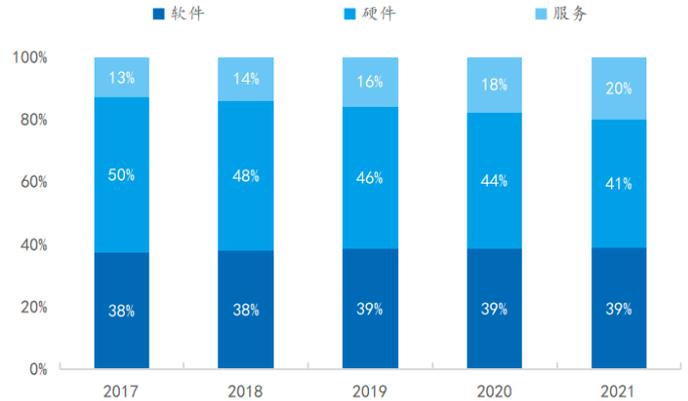
安全服务占比逐年提升，对比全球仍有较大成长空间。根据赛迪顾问数据，2021 年全球信息安全细分赛道支出占比中，安全服务占比达到 60%，同年我国网安市场中安全服务占比仅为 20%，与全球水平相比仍有较大提升空间。数字化转型过程中技术先行，云计算等新兴技术的普及使得企业安全架构和管理变得更加复杂，安全管理咨询、安全托管服务等

受重视程度逐年提升；同时，随着虚拟化及云服务理念持续渗透，企业对于持续性的安全服务需求逐渐增加，政企客户加快补齐安服短板，安全服务占比有望持续提升。

图表34：2021年全球网络安全市场服务占比达60%



图表35：我国网安市场安全服务占比持续提升



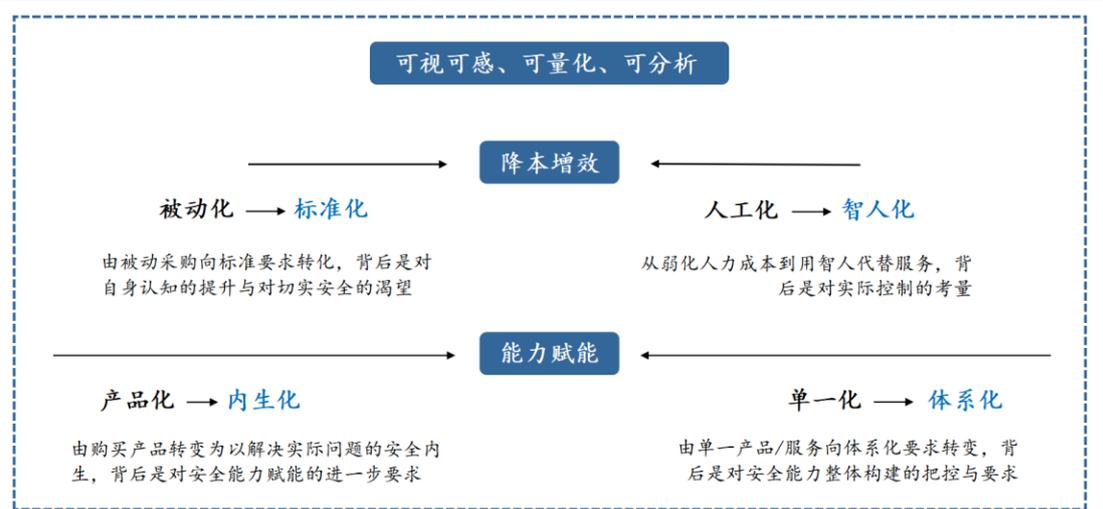
来源：赛迪顾问，国金证券研究所

来源：智研咨询，国金证券研究所

网络安全服务需求升级，“安全建设”向“安全运营”转变。在网络安全威胁持续升级及强合规要求驱动下，网络安全服务需求向着要能力、要效果方向转变，整体上呈现标准化、体系化、智人化、内生化的四大趋势，使得安全运营的重要性日益凸显。根据嘶吼安全产业研究院数据，安全运营是通用网络安全服务市场的绝对主力，2021年安全运营占比达52%。

具体来看：一方面，尽管政企单位普遍增加了对安全设备的采购，建立起自有的网络安全软硬件防护体系，但单点建设难以对庞大的业务系统整体防控，持续化、常态化、体系化的安全运营才能发挥出工具的用途、装备的价值，从实质性上提高安全能力。另一方面，单纯被动式防御措施逐渐失效，安全能力从“防范”为主转向“快速检测和响应能力”的构建，考虑到安全能力以及运营成本，下游客户往往选择采购第三方安全运营服务，以快速响应各种网络安全风险，服务模式通常包括驻场服务、远程服务和SaaS类服务。

图表36：网络安全服务需求呈现“四化”趋势



来源：嘶吼安全产业研究院，国金证券研究所

3.2 前瞻布局安全运营中心，多年播种现已全面花开

前瞻布局抢占先发优势，安全运营中心规模快速上量。2017年公司开创性提出“独立第三方安全运营”新模式，并在全国布局建立智慧城市安全运营中心。为快速抢占市场份额，公司通过跑马圈地的方式以实现快速扩张，2017-2021五年时间内累计建成119个运营中心，覆盖全国1/3的地级市，渗透率达到较高水平，并且远超其他安全厂商，先发优势显著。

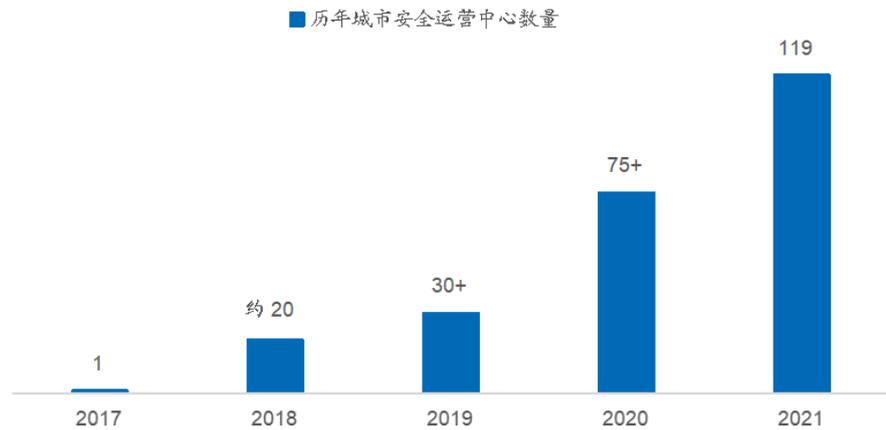
安全运营中心可视作安全资源中心和能力枢纽。具体来看，运营中心将技术、人员、平台、工具、流程、数据融合为一体，根据不同用户的需求和建设进度加载相应的业务模块，进而作为公司各业务板块的运营载体，以综合安全能力作为价值交付，带动大项目的获单能

力和自有产品销售。

1) 横向来看, 城市运营中心具备区域营销枢纽职能, 一方面可以持续扩展和装载新业务, 从而提供更多的业务支撑保障能力, 有望全面提升对区域价值客户的服务能力; 另一方面可以配合渠道下沉策略, 进而加强与用户之间的业务联系, 加深对区域客户的纵深渗透。

2) 纵向来看, 行业安全运营中心向垂直化、专业化方向发展, 进而深入挖掘不同行业客户的场景化需求, 不断打造标杆应用案例, 有望进一步提升公司在政府、金融、运营商、能源等重点行业的市场竞争力, 提升客户粘性和单品价值。

图表37: 2017-2021 年公司安全运营中心数量快速增加

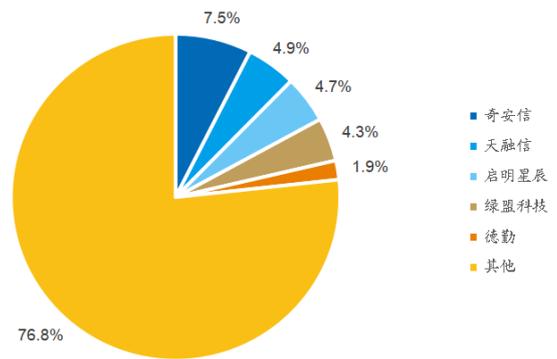
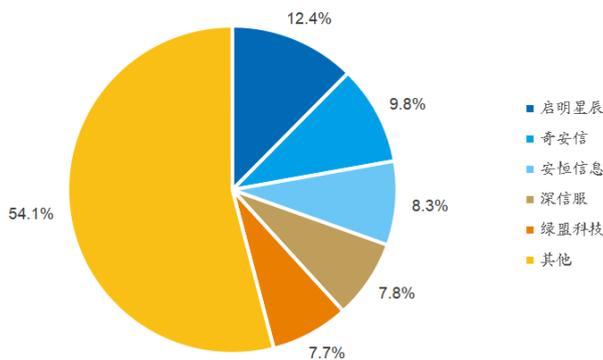


来源: 公司公告, 国金证券研究所

安全运营业务开花结果, 未来将聚焦提升运营质量。经过多年耕耘, 公司标准化运营中心服务逐渐成熟, 前期战略布局成效显著, 安全管理平台、托管安全服务、安全咨询服务等安全运营核心组件行业领先, 其中安全管理平台产品已连续 13 年位居市场第一。目前公司安全运营中心的基数相对较大, 正在由快速扩张阶段转向高质量发展阶段, 我们认为这一阶段的发展重点为全面提升标准化运营能力、提高产单量, 与中国移动在区域运营能力和安全能力上的优势互补将带来新发展机遇, 例如中国移动将公司安全运营中心与电子政务业务相结合, 使得安全运营业务范畴进一步拓展。根据公司与中国移动签署的战略合作协议, 未来三年将力争合作城市安全运营中心数量超 50 个, 目前香港联合安全运营中心已经落地, 并且形成了公司提供技术支持、中国移动提供运营业务的全新模式。

图表38: 公司位居托管安全服务市场第一 (2021 年)

图表39: 公司位居安全咨询服务市场前三 (2021 年)



来源: IDC, 国金证券研究所

来源: IDC, 国金证券研究所

3.3 AI 赋能安全运营与服务, 降本提效未来可期

“AI+网络安全”应用落地, 助力安全运营提质增效。AIGC 浪潮下, 基础大模型与垂直行业深度融合为必然趋势, AI+网络安全受重视程度不断提升, 其核心赋能点在于利用 AI 实现安全运营智能化和自动化, 提升威胁检测、漏洞自动挖掘及安全监测能力等, 进而简化工作流程、降低人员成本、提高运营效率。例如微软 Security Copilot 将 AI 应用于网络安全领域, 借助 Security Copilot, 用户可以实现“分钟级”自动网络安全事件评估和响应, 提高了整体运营效率和安全服务能力。

图表40：人工智能在网络安全领域的赋能模式



来源：亿欧智库，国金证券研究所

“盘小古”赋能安全运营智能化和自动化。公司2022年发布“PanguBot 盘小古”，盘小古是公司自主研发的针对安全领域的智能助手类产品组件，主要是作为安全运营中心的辅助智能工具，通过AI技术为前端运维人员提供支持。盘小古的核心大脑为专门应用在安全领域的AI模型，基于安全运营专用语料库训练而成，相当于安全运营领域的专家，一方面整合各种运营工具，并通过会话方式为安全运营人员提供支持，实现运营的自动化；另一方面具有内容检索、整合、推荐和内容生成能力，自动生成可用的CTI威胁情报，实现运营的智能化。此外，盘古人工智能平台为模型运行提供算力和环境，并通过全生命周期的建模和模型迭代更新管理能力使模型不断学习和进化，进而提升作战能力，提高整体运营效率。

依托中国移动大模型能力及算力，安全运营降本提效未来可期。大模型训练往往需要海量数据和强大算力支撑，中国移动自主研发了“九天”人工智能平台，并与中国移动通信联合会、中国电信、中国联通和中国广电等单位合作成立GPT产业联盟，加码布局AI大模型。未来公司有望借助中国移动的大模型能力及算力支撑，基于通用大模型和自身二十多年来积累的海量安全数据，训练安全垂直领域大模型。从AI赋能网络安全的角度来看，未来安全运营业务全面融入大模型能力后，一方面有助于提前发现潜在威胁特征，进行漏洞自动挖掘，大幅提升威胁检测和分析能力；另一方面对于安全运营智能助手等新应用，可以通过自然语言交互的方式实现安全运营全流程的自动化，从而大幅减少安服等人员需求，降低人员成本，提高安全运营效率。目前公司安全运营中心已经覆盖了全国1/3地级市，后续“盘小古”的升级迭代有望为公司带来显著降本增效。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

假设公司非公开发行人于2023年完成，相应的营收预测和总股本预测基于前述事项展开。

1) 营收&毛利：

安全产品业务：

随着疫情消散下游需求回暖，叠加公司与中国移动的协同效应带来的安全增量，预计未来三年该业务将显著提速。考虑到受疫情影响，2022年该业务同比基本持平，预计2023年该业务增速将显著提高，但是考虑到该业务基数较大，预计2024、2025年收入增速将有所下滑，但增速水平仍将超过行业增速，毛利率保持相对稳定。综上我们预计该业务2023-2025年的收入增速分别为34.1%、32.2%、29.8%，毛利率分别为62.4%、62.3%、62.1%。

安全服务业务：

公司安全服务业务受疫情影响，2022年收入同比持平，随着下游需求不断恢复，叠加公司与中国移动及其省、市级子公司未来在安全运营中心方面的协同合作，考虑到安全服务在网络安全中的重视程度不断提升，预计该业务有望恢复到正常增速，毛利率保持相对稳定。我们预计该业务2023-2025年的收入增速分别为33.3%、31.6%、30.6%，毛利率分别为63%、63%、63%。

2) 销售/管理/研发费用率：

销售费用率：考虑后续公司与中国移动展开合作，其相对完善的销售体系有望持续为公司赋能，公司在销售端有望持续受益，未来几年销售费用率有望下降，我们预计公司2023-2025年的销售费用率分别为24.3%、23.5%、23.02%。

管理费用率：中国移动入主有望带动公司整体管理效能的提升，我们预计2023-2025年的管理费用率分别为4.61%、4.50%、4.42%。

研发费用率：目前公司与中国移动在涉云安全、数据安全、超级SIM卡等众多领域已经展开合作，随着后续合作的不断深入以及合作领域的不断拓展，公司将投入更多的研发以支撑原有产品的更新迭代以及新产品线的开拓，我们预计2023-2025年的研发费用率分别为22.2%、23.23%、23.9%。

盈利预测

预计公司2023-2025年的营业收入分别为59.35、78.3、101.8亿元，净利润分别为9.57、11.99、14.23亿元，现价对应31、25、21倍PE。

图表41：核心估值假设

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入合计（百万元）	3089.50	3646.75	4386.03	4436.91	5934.56	7830.00	10180.03
yoy	22.51%	18.04%	20.27%	1.16%	33.75%	31.94%	30.01%
毛利率	65.79%	63.87%	65.99%	62.66%	62.55%	62.48%	62.35%
安全产品							
收入（百万元）	2220.95	2534.7	2926.78	2956.72	3964.96	5241.68	6803.70
yoy	19.79%	14.13%	15.47%	1.02%	34.10%	32.20%	29.80%
毛利率	64.96%	62.86%	65.89%	62.53%	62.40%	62.30%	62.10%
安全服务							
收入（百万元）	848.11	1093.62	1432.05	1453.88	1938.02	2550.44	3330.87
yoy	31.67%	28.95%	30.95%	1.52%	33.30%	31.60%	30.60%
毛利率	67.87%	66.00%	66.36%	63.09%	63.00%	63.00%	63.00%
其他业务							
收入（百万元）	20.43	18.43	27.21	26.31	31.57	37.89	45.46
yoy	-13.84%	-9.78%	47.61%	-3.28%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	69.69%	76.93%	56.63%	53.02%	53.00%	53.00%	53.00%
费用率							
销售费用率	22.57%	21.82%	25.13%	26.18%	24.30%	23.50%	23.02%
管理费用率	5.31%	4.43%	4.90%	4.70%	4.61%	4.50%	4.42%
研发费用率	19.11%	17.64%	19.28%	21.16%	22.20%	23.23%	23.90%

来源：Wind，国金证券研究所

投资建议及估值：

我们采用市盈率法对公司进行估值，预计公司2023-2025年的净利润分别为9.57、11.99、14.23亿元，对应EPS 1.00、1.26、1.49元，对应PE 31、25、21倍。我们选取绿盟科技、亚信安全、天融信作为可比公司，考虑到公司综合竞争实力较强，中国移动入主后在销售渠道、产品线拓展等多个方面将对公司持续赋能，我们给予公司2023年40倍PE，目标价40元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表42：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS（元）					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
300369	绿盟科技	13.66	0.43	0.04	0.39	0.54	0.78	36.76	287.45	35.28	25.13	17.62
688225	亚信安全	22.96	0.50	0.25	0.41	0.60	0.83	-	68.64	55.85	38.44	27.60
002212	天融信	10.48	0.19	0.17	0.37	0.51	0.66	98.84	57.72	28.42	20.70	15.86
平均数										39.85	28.09	20.36
002439	启明星辰	31.54	0.92	0.66	1.00	1.26	1.49	30.92	39.68	31.40	25.07	21.12

来源：Wind，国金证券研究所（截至2023年6月1日）

5. 风险提示

网络安全下游需求恢复不及预期

近年来，网络安全行业受疫情影响较大，下游需求的恢复仍然需要一定的时间，若下游推迟网络安全相关投入，可能会对公司订单的落地产生一定的影响。

与中国移动的协同合作不及预期

公司与中国移动的协同合作仍然需要时间磨合，尤其是在云安全、数据安全等新兴安全领域的合作需要双方协同展开产品的研发和开拓，若合作进展不及预期，可能对新兴安全产品的市场推广进度产生一定影响。

行业竞争加剧风险

运营商在网络安全行业下游支出中占比第三，随着中小型厂商的不断涌入，行业竞争不断加剧，可能造成公司优势领域的市占率有所下滑。此外，随着其他网络安全厂商在运营商领域的不断拓展，可能影响公司在中国移动的市场份额。

股东减持风险

2023年1月31日，公司发布股东减持预披露公告，公司副董事长齐舰先生、公司股东西藏天辰信息科技有限公司计划自公告之日起15个交易日后的6个月内分别减持公司股份152.3万股（占总股本的0.16%）、29.7万股（占总股本的0.03%），截至2023年2月23日该减持计划的减持数量已过半。该减持事项可能对公司后续股价产生一定影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,647	4,386	4,437	5,935	7,830	10,180
增长率	20.3%	1.2%	33.8%	31.9%	30.0%	
主营业务成本	-1,318	-1,492	-1,657	-2,223	-2,938	-3,832
%销售收入	36.1%	34.0%	37.3%	37.5%	37.5%	37.6%
毛利	2,329	2,894	2,780	3,712	4,892	6,348
%销售收入	63.9%	66.0%	62.7%	62.5%	62.5%	62.4%
营业税金及附加	-34	-42	-39	-50	-67	-87
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-796	-1,102	-1,162	-1,442	-1,840	-2,343
%销售收入	21.8%	25.1%	26.2%	24.3%	23.5%	23.0%
管理费用	-162	-215	-209	-274	-352	-450
%销售收入	4.4%	4.9%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%
研发费用	-643	-846	-939	-1,317	-1,819	-2,433
%销售收入	17.6%	19.3%	21.2%	22.2%	23.2%	23.9%
息税前利润 (EBIT)	695	689	432	628	815	1,035
%销售收入	19.0%	15.7%	9.7%	10.6%	10.4%	10.2%
财务费用	2	10	8	67	107	101
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-1.1%	-1.4%	-1.0%
资产减值损失	-91	-85	-117	-94	-116	-146
公允价值变动收益	49	51	20	30	40	50
投资收益	42	49	87	125	150	175
%税前利润	4.7%	5.2%	13.4%	12.6%	12.1%	11.9%
营业利润	902	936	648	987	1,235	1,465
营业利润率	24.7%	21.3%	14.6%	16.6%	15.8%	14.4%
营业外收支	-2	2	-3	3	4	5
税前利润	901	938	645	990	1,239	1,470
利润率	24.7%	21.4%	14.5%	16.7%	15.8%	14.4%
所得税	-91	-75	-19	-30	-37	-44
所得税率	10.1%	8.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
净利润	810	863	627	960	1,202	1,426
少数股东损益	6	1	1	3	3	3
归属于母公司的净利润	804	862	626	957	1,199	1,423
净利率	22.0%	19.6%	14.1%	16.1%	15.3%	14.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	810	863	627	960	1,202	1,426
少数股东损益	6	1	1	3	3	3
非现金支出	210	258	316	217	263	319
非经营收益	-102	-127	-130	-182	-219	-255
营运资金变动	-259	-675	-824	-536	-1,001	-1,232
经营活动现金净流	658	318	-11	459	246	258
资本开支	-227	-448	-237	-238	-294	-300
投资	-60	12	-19	-60	-60	-60
其他	-570	326	3	115	140	165
投资活动现金净流	-857	-110	-252	-183	-214	-195
股权募资	4	0	4	4,085	0	0
债权募资	-2	0	0	5	5	5
其他	-21	-229	249	-275	-299	-324
筹资活动现金净流	-20	-229	253	3,816	-294	-319
现金净流量	-221	-21	-7	4,091	-262	-256

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,469	1,354	1,340	5,420	5,146	4,880
应收款项	2,906	3,197	4,000	4,721	6,075	7,719
存货	372	474	448	526	620	720
其他流动资产	1,649	1,542	1,554	1,632	1,708	1,791
流动资产	6,396	6,567	7,341	12,298	13,549	15,111
%总资产	76.5%	73.5%	73.4%	80.9%	81.0%	81.5%
长期投资	343	484	643	723	813	913
固定资产	423	570	668	751	868	968
%总资产	5.1%	6.4%	6.7%	4.9%	5.2%	5.2%
无形资产	927	944	960	996	1,030	1,063
非流动资产	1,970	2,369	2,661	2,895	3,172	3,440
%总资产	23.5%	26.5%	26.6%	19.1%	19.0%	18.5%
资产总计	8,367	8,936	10,002	15,194	16,721	18,551
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,259	940	1,520	1,542	1,836	2,164
其他流动负债	1,023	1,115	935	1,318	1,629	2,008
流动负债	2,282	2,055	2,455	2,860	3,465	4,173
长期贷款	0	1	0	0	0	0
其他长期负债	86	143	137	141	148	156
负债	2,368	2,199	2,592	3,000	3,613	4,329
普通股股东权益	5,984	6,722	7,391	12,172	13,083	14,194
其中：股本	934	934	953	1,237	1,237	1,237
未分配利润	3,146	3,951	4,551	5,236	6,137	7,239
少数股东权益	14	16	19	22	25	28
负债股东权益合计	8,367	8,936	10,002	15,194	16,721	18,551

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.861	0.923	0.657	1.004	1.258	1.494
每股净资产	6.410	7.200	7.759	12.777	13.734	14.901
每股经营现金净流	0.705	0.340	-0.012	0.371	0.199	0.209
每股股利	0.051	0.025	0.200	0.220	0.240	0.260
回报率						
净资产收益率	13.44%	12.82%	8.47%	7.86%	9.16%	10.02%
总资产收益率	9.61%	9.64%	6.26%	6.30%	7.17%	7.67%
投入资本收益率	10.35%	9.35%	5.62%	4.98%	6.00%	7.03%
增长率						
主营业务收入增长率	18.04%	20.27%	1.16%	33.75%	31.94%	30.01%
EBIT增长率	26.73%	-0.75%	-37.35%	45.48%	29.66%	27.02%
净利润增长率	16.82%	7.15%	-27.33%	52.84%	25.26%	18.70%
总资产增长率	21.32%	6.81%	11.93%	51.91%	10.05%	10.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	238.8	236.8	281.2	283.0	280.0	277.0
存货周转天数	85.4	103.6	101.5	90.0	83.0	76.0
应付账款周转天数	256.4	246.1	225.2	210.0	185.0	163.0
固定资产周转天数	29.1	47.3	54.9	46.2	40.5	34.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.35%	-40.91%	-37.70%	-56.61%	-50.81%	-45.17%
EBIT利息保障倍数	-331.3	-67.6	-56.9	-9.4	-7.6	-10.2
资产负债率	28.30%	24.60%	25.91%	19.75%	21.61%	23.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806