

启明星辰(002439)

报告日期: 2021年11月12日

于变局中开新局

——启明星辰深度报告

✍️ 分析师: 田杰华 S1230520110001
✍️ 分析师: 邱世梁 S1230520050001
✉️ tianjiehua@stocke.com.cn

报告导读

公司于网安大变局中迎来三个变局: 城市安全运营业务预计规模化提速, 新兴安全业务持续放量高增, 组织变革+渠道建设激活团队斗志。

投资要点

❑ **网安大变局: 数字经济大势下, 网络安全由合规驱动走向内生需求驱动**

❑ **公司变化一: 城市安全运营快速扩张, 将迎来规模化放量**

(1) **中心数量:** 已形成100+城市安全运营中心的生态体系, 目标2021年目标扩展至**120个城市(中国地级行政区数量: 333个)**, 覆盖面持续扩大。

(2) **市场空间:** 假设单城市运营中心收入规模200万, 则120个城市运营中心对于市场规模24亿+(2020年, 安全运营收入6亿元), 市场空间至少3倍。

(3) **边际变化:** 2022年, 公司工作重心将是扩大已有安全运营中心标准化运营服务的收入, 增加单点的**收入规模**。

❑ **公司变化二: 加大创新投入, 新兴安全有望持续放量高增**

(1) **2020年, 新兴业务收入达10亿元, 同比增长67%(2019年增速: 200%)。**

(2) 2016-2020年, 研发支出占总营收比均超过18%, **重点围绕新兴业务**。

(3) 数据安全、工业互联网安全、云安全市场持续高景气, 公司市占率领先。

❑ **公司变化三: 合伙人制度+新渠道建设, 激活团队战斗力**

(1) **治理结构优化:** 2020年, 公司进一步优化内部治理结构, 落实合伙人制度, 打造高素质管理团队, 促进公司的长期发展和市场竞争力的持续提升。

(2) **渠道建设加强:** 2021年, 公司目标渠道收入8亿元(2020年: 6亿元)目前, 核心渠道数量同比增长三倍, 渠道专用产品19款, 销量增长125%。

❑ **盈利预测及估值**

公司城市安全运营业务预计规模化提速, 新兴安全业务持续放量高增, 合伙人制度+渠道建设激活团队斗志。预计公司2021-2023年归母净利润分别为10.20、13.17、16.89亿元, 对应PE为26.53、20.53、16.01倍。给予公司2022年30倍PE的估值, 对应未来12个月目标市值395亿元, 予以“买入”评级。

❑ **风险提示**

政策落地不及预期风险, 新兴业务发展不及预期, 市场竞争加剧等风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3647	4689	5932	7411
(+/-)	18.04%	28.59%	26.49%	24.93%
净利润	804	1020	1317	1689
(+/-)	16.82%	26.80%	29.20%	28.19%
每股收益(元)	0.86	1.09	1.41	1.81
P/E	33.69	26.57	20.57	16.05

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥29.02

单季度业绩

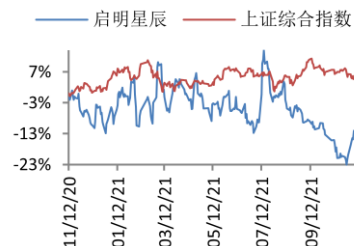
元/股

3Q/2021 0.10

2Q/2021 -0.03

1Q/2021 -0.08

4Q/2020 0.80



公司简介

公司是全面型企业级网络安全厂商, 为政企用户提供网络安全软件、软/硬件一体化产品、平台化产品及安全运营与服务, 公司用户覆盖政府、电信、金融、制造业、能源、交通、医疗、教育、传媒等各行业。

相关报告

1《启明星辰点评: 收增速45.33%, 新兴安全高速增长》2021.10.31

报告撰写人: 田杰华/邱世梁

联系人: 刘熹

正文目录

1. 网安大变局：从合规驱动走向内在驱动	4
1.1. 变局一：网络安全成为数字经济的内在必然需求	4
1.2. 变局二：今年来政策频发驱动网络安全加大投入	5
2. 公司变化一：安全运营将迎规模化放量	6
2.1. 业务变化：2022 年或将迎规模化放量	6
2.2. 核心优势：产品线齐全、市占率领先	7
2.3. 行业趋势：托管安全服务市场潜力大	9
3. 公司变化二：新安全业务持续放量高增	10
3.1. 业务表现：新兴业务收入持续高增长	10
3.2. 投入重心：加大新业务研发创新投入	11
3.3. 行业趋势：景气向上，公司市占率高	13
4. 公司变化三：组织变革提升团队战斗力	15
4.1. 内部变革：优化治理结构，激活团队战斗力	15
4.2. 渠道建设：新渠道体系政策，加强市场下沉	16
5. 盈利预测与估值	17
5.1. 盈利预测	17
5.2. 估值分析与投资评级	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：数字经济的“四化框架”	4
图 2：2005-2020 年我国数字经济规模（万亿元）	4
图 3：安全成为数字中国的底座	4
图 4：从五年规划看网络安全法律法规体系的发展	5
图 5：公司城市安全运营中心历史沿革	6
图 7：公司开展安全运营业务的城市和区域数量变化	7
图 7：公司网络安全产品	7
图 8：2018-2020 年中国网络安全产业市占率	8
图 9：2021 年中国网安产业竞争力 50 强（CCIA50 强）	8
图 10：公司产品线与安全运营中心构成不同的组合	8
图 11：2018-2023 年中国智慧城市支出规模预测	9
图 12：智慧城市安全运营中心的不同安全能力建设阶段	9
图 13：公司数据安全产品	10
图 14：公司工业防火墙的主要技术优势	11
图 15：2021 年公司工业互联网安全进展	11
图 16：公司云安全管理平台的主要技术优势	11

图 17: 云子可信 SaaS 用户遍及众多行业和领域	11
图 18: 2016-2020 年公司研发支出、占比及增速	12
图 19: 2016-2020 年公司研发人员数量及占比	12
图 20: 2020 年中国数据安全产品市场品牌结构	13
图 21: 公司在工控五大领域市场地位第一	14
图 22: 2016-2021E 中国工业信息安全市场规模及增速	14
图 23: 云原生关键技术栈及市场采纳周期双曲线	14
图 24: 2015-2022E 中国云安全市场规模及增速 (亿元)	14
图 25: 2015-2021Q3 年公司员工总数	15
图 26: 2016-2020 年公司人员结构	15
图 27: 2016-2021 年前三季度公司营收及增速	16
图 28: 2016-2021 年前三季度公司归母净利润及增速	16
图 29: 2016-2020 年公司毛利率、净利率	16
图 30: 2018-2020 年公司三项费用率	16
图 31: 公司渠道架构	17
表 1: 《网络安全产业高质量发展三年行动计划(2021-2023 年)(征求意见稿)》六大发展目标	5
表 2: 公司主要产品市占率领先	8
表 3: 公司主要新兴安全产品	10
表 4: 公司研发实力强	12
表 5: 公司业务收入预测拆分(单位: 亿元)	18
表 6: 公司业务毛利率预测(单位: %)	18
表 7: 公司费用率预测(单位: %)	19
表 8: 可比公司估值	19
表附录: 三大报表预测值	21

1. 网安大变局：从合规驱动走向内在驱动

1.1. 变局一：网络安全成为数字经济的内在必然需求

数字经济浪潮席卷，发展数字经济是国家的战略需要，是大势所趋。

(1) 根据中国信通院定义，数字经济包含“四化”内涵，即数字产业化、产业数字化、数字化治理、数据价值化。

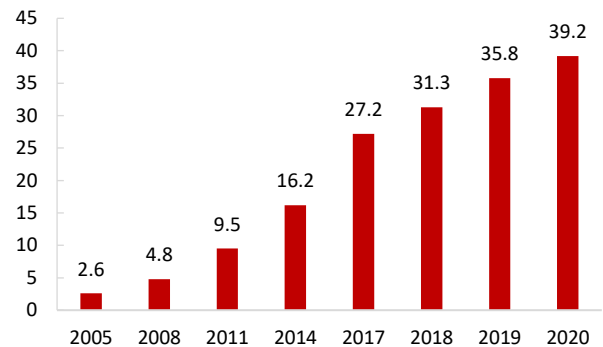
(2) 发展数字经济的战略意义凸显。根据中国信通院报告披露，2020年，我国数字经济规模达到39.2万亿元，同比增加3.3万亿元，占GDP比重为38.6%，占比同比提升2.4个百分点（2002年，该占比为10%）。随着新一轮科技革命和产业变革的持续推进，数字经济已成为当前最具活力、最具创新力、辐射最广泛的经济形态，成为国民经济的核心增长极之一。2021年10月18日，中共中央总书记习近平在中共中央政治局第三十四次集体学习时强调“把握数字经济发展趋势和规律，推动我国数字经济健康发展”。

图 1：数字经济的“四化框架”



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

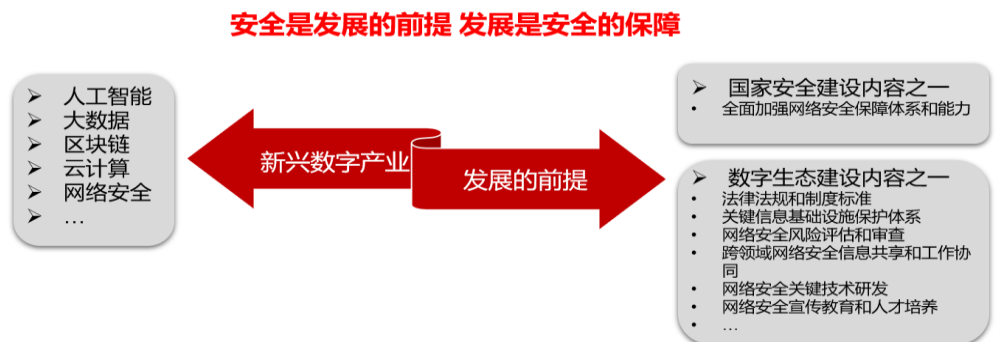
图 2：2005-2020 年我国数字经济规模（万亿元）



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

网络安全是数字经济的内在需求，“网络安全对于数字经济”的重要性好比“刹车对于汽车”的重要性。随着数字经济的不断发展，信息产业和传统产能加速融合，万物互联趋势更加明显，网络安全已成为护航经济发展、保障社会安全的重要基石。此外，随着物联网、大数据、云计算等新技术的普及，新兴数字化产业规模持续扩大，对网络安全的建设提出了更高的要求。

图 3：安全成为数字中国的底座

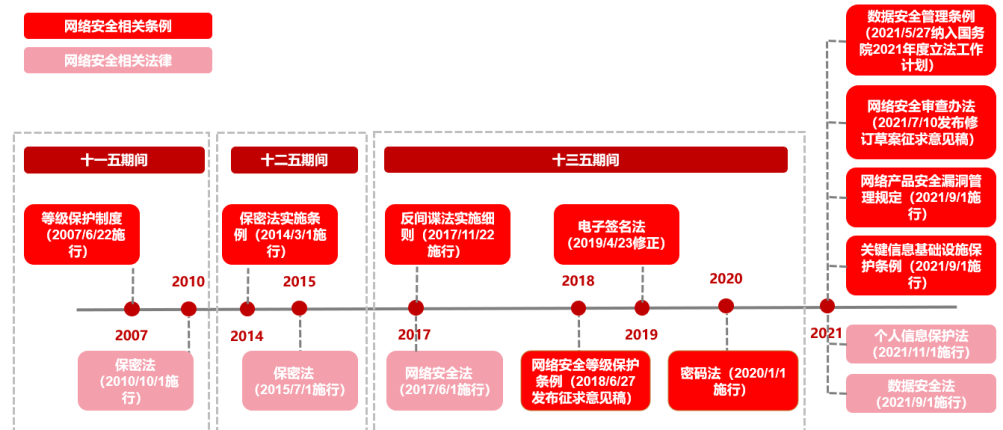


资料来源：证券日报，浙商证券研究所

1.2. 变局二：今年来政策频发驱动网络安全加大投入

2021年以来,《网络安全产业高质量发展三年行动计划(2021-2023年)(征求意见稿)》、《数据安全法》、《关键信息基础设施安全保护条例(国务院令 第745号)》的出台、《中华人民共和国个人信息保护法》等重要政策和法规出台,我国网络空间安全保障进入了“等保+关基+数据安全+个人信息保护”多重保障的时代。

图 4：从五年规划看网络安全法律法规体系的发展



资料来源：2021年国家网络安全宣传周，浙商证券研究所

《关键信息基础设施安全保护条例》进一步明确关键基础设施定义和保护要求：

A、关键信息基础设施,是指公共通信和信息服务、能源、交通、水利、金融、公共服务、电子政务、国防科技工业等重要行业和领域的,以及其他一旦遭到破坏、丧失功能或者数据泄露,可能严重危害国家安全、国计民生、公共利益的重要网络设施、信息系统等。

B、国家对关键信息基础设施实行重点保护,采取措施,监测、防御、处置来源于中华人民共和国境内外的网络安全风险和威胁,保护关键信息基础设施免受攻击、侵入、干扰和破坏,依法惩治危害关键信息基础设施安全的违法犯罪活动。

《三年行动计划》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%。公司客户以政府、电信、金融等重点行业为主,《三年行动计划》有望显著促进电信等重点行业对网络安全产品和服务的需求。

表 1：《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023年）（征求意见稿）》六大发展目标

类别	发展目标
产业规模	网络安全产业规模超过 2500 亿元, 年复合增长率超过 15%。
技术创新	一批网络安全关键核心技术实现突破, 达到先进水平。新兴技术与网络安全融合创新明显加快, 网络安全产品、服务创新能力进一步增强。
企业发展	一批质量品牌、经营效益优势明显的具有网络安全生态引领能力的领航企业初步形成, 一批面向车联网、工业互联网、物联网、智慧城市等新赛道的“专精特新”中小企业群体迅速成长, 网络安全产品、服务、解决方案单项冠军企业数量逐步壮大。
需求释放	电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例达 10%。重点行业领域安全应用全面提速, 中小企业网络安全能力明显提升, 关键行业基础设施网络安全防护水平不断提高。

人才培养 建成一批网络安全人才实训基地、公共服务平台和实训靶场，创新型、技能型、实战型人才培养力度显著加大，多层次网络安全人才培养体系更加健全，网络安全人才规模质量不断提高。

生态培育 产融对接更加精准高效，资本赋能作用持续加大。网络安全产业结构进一步优化，产业聚集效应显著增强。以产品服务为导向的健康市场秩序不断完善，大中小企业融通发展的产业格局基本形成。

资料来源：工信部，浙商证券研究所

2. 公司变化一：安全运营将迎规模化放量

2.1. 业务变化：2022 年或将迎规模化放量

2017 年 12 月，成都安全运营中心的成立，公司开始启动智慧城市数据与安全运营业务，旨在打造专业安全分析团队，提供覆盖全行业全技术的安全能力，解决城市信息化新技术带来的安全挑战。根据公司披露投资者交流纪要，2020 年，安全运营收入 6 亿元。

截至 2021Q3，公司已形成华东、华南、西南、华北、华中五大区域资源中心，9 个省级二级业务支撑中心及 100+城市安全运营中心的生态体系，全国覆盖率持续扩大。

根据公司 2020 年年报披露，2021 年计划全国安全运营中心的建设累计达到 120 个。

图 5：公司城市安全运营中心历史沿革



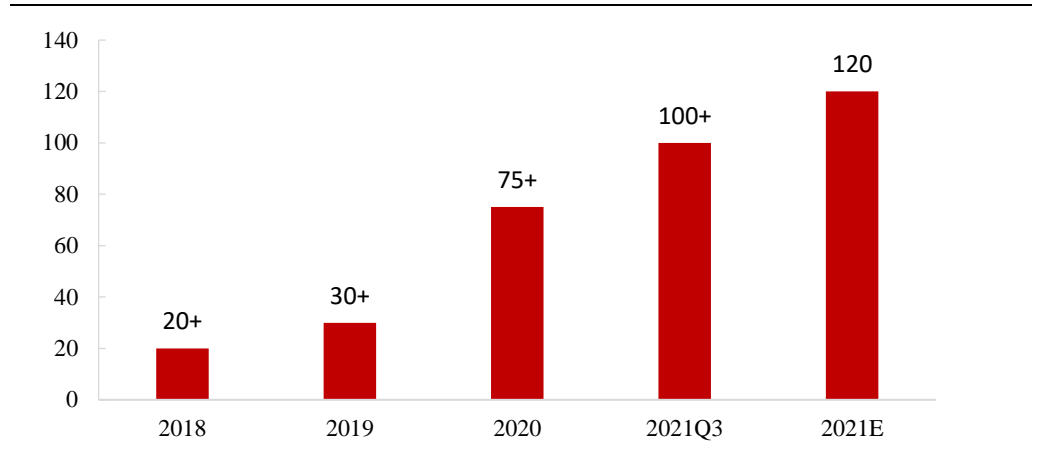
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

(1) **渗透率：**根据百度百科，中国共计 333 个地级行政区，按照公司 2021 年 120 个城市覆盖预期，渗透率已经达到较高水平。

(2) **以收入增长为工作重心：**根据公司披露交流纪要，2022 年，公司工作重心将是扩大已有安全运营中心标准化运营服务的收入，增加单点的收入规模。

(3) **市场空间：**城市安全运营中心业务的有效开展，将有助于拉动公司安全产品和服务收入的双增长。根据公司披露交流纪要，目前，标准化程度比较高的山东济南安全运营中心为例已积累超过 60 个政企客户，标准化程度非常高，年收入约 2000 万。假设平均每个城市安全运营中心收入为 2000 万元，则 120 个城市安全运营中心对应的市场空间为 24 亿元。

图 7：公司开展安全运营业务的城市和区域数量变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2. 核心优势：产品线齐全、市占率领先

公司成立于 1996 年，是全面型的企业级网络安全厂商，拥有完善的专业网络安全/数据安全产品线，达百余个产品型号，为政企用户提供网络安全软件、软/硬件一体化产品、平台化产品及安全运营与服务，用户覆盖政府、电信、金融、制造业、能源、交通、医疗、教育、传媒等各行业。

图 7：公司网络安全产品

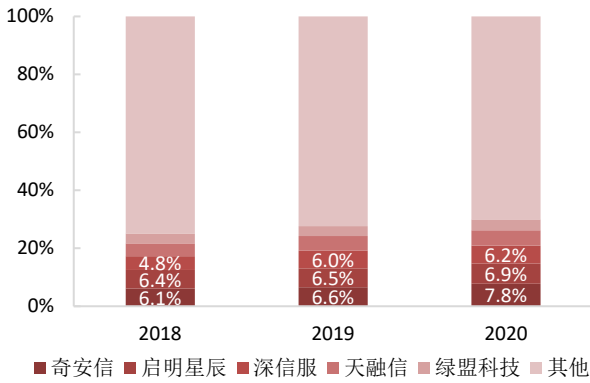
网络安全防护	网络安全检测	应用安全	数据安全	安全管理	云安全	工控安全	移动及终端安全	信创产品
UTM	入侵检测	Web应用防火墙	数据防泄漏系统	安全管理平台	云安全资源池	工业防火墙	内网终端安全管理	防火墙
防火墙	入侵防御	Web应用审计	数据库审计与防护	态势感知平台	云安全管理平台	网络流秩序分析	移动应用安全加固	WAF
下一代防火墙	网络流量融合探针	网页防篡改	数据库静态脱敏	日志审计	Web应用审计	工控IDS与审计	移动应用安全检测	单向光闸
抗DDOS系统	APT高级威胁检测	视频安全防护系统	数据库动态脱敏	配置核查	云数据库审计	工控脆弱性扫描	移动应用渠道监控	入侵防御
网闸	入侵分析中心	视频应用审计	文档加密	网络行为分析	虚拟WAF	工业SOC	移动安全加固平台	入侵检测
单向光闸	网络审计	应用交付控制系统	电子签章	业务支撑管理系统	云堡垒机	工业网闸	移动安全检测分析	漏洞扫描
VPN	上网行为管理	数据安全交换系统	堡垒机	资产发现与管理	虚拟安全网关	工控检查工具箱	应用安全渠道监测	堡垒机
漏洞扫描	应急处置工具箱	实时数据同步系统	数据库防火墙	终端管理平台	云负载安全防护	工业主机防护系统	敏感数据分析检测	主机审计
防病毒系统	等保检查工具箱	应用安全管控系统	数据库加密	弱口令核查	抗DDOS云服务	工控态势感知	敏感数据加固保护	密级标识
无线安全	网络流秩序分析			集中监控管理系统		工控运维审计系统	EDR	运维管理系统
网络接入控制系统	欺骗防御系统			入侵分析中心		工控安全检查箱	移动堡垒机	网络审计
.....

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司在中国网络安全行业的市占率第二。根据 CCIA、2021 国家网络安全宣传周统计，2020 年，公司在中国网络安全产业市占率为 6.9%，位居中国第二名，且市占率持续提升（2018、2019 年市占率分别为 6.4%、6.5%）。

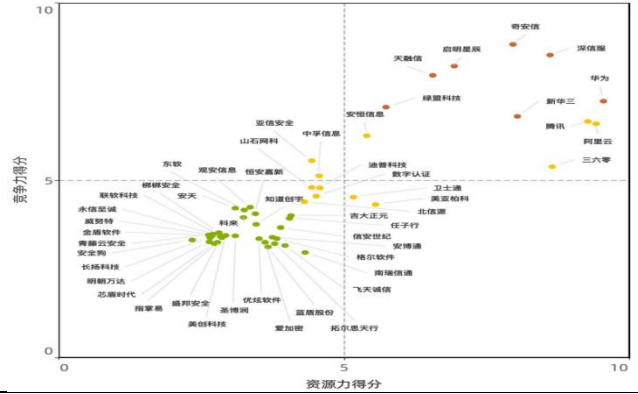
公司在网络安全细分赛道市占率领先。根据 IDC、赛迪顾问统计，公司在入侵检测与防御（IDPS）、统一威胁管理（UTM）、安全管理平台（SOC/SIEM）、数据安全、数据库安全审计与防护、堡垒机、网闸、日志审计、漏洞扫描等 9 项产品的市场份额保持多年排名第一；在新兴的工业安全领域，包括工控防火墙、工控漏扫、工控网闸、工控主机安全、工控 IDS 的 5 项产品市场份额排名第一，同时在智慧城市安全运营、政/企云安全等新兴安全领域保持市场领先地位。

图 8：2018-2020 年中国网络安全产业市占率



资料来源：CCIA，浙商证券研究所

图 9：2021 年中国网安产业竞争力 50 强 (CCIA50 强)



资料来源：CCIA，浙商证券研究所

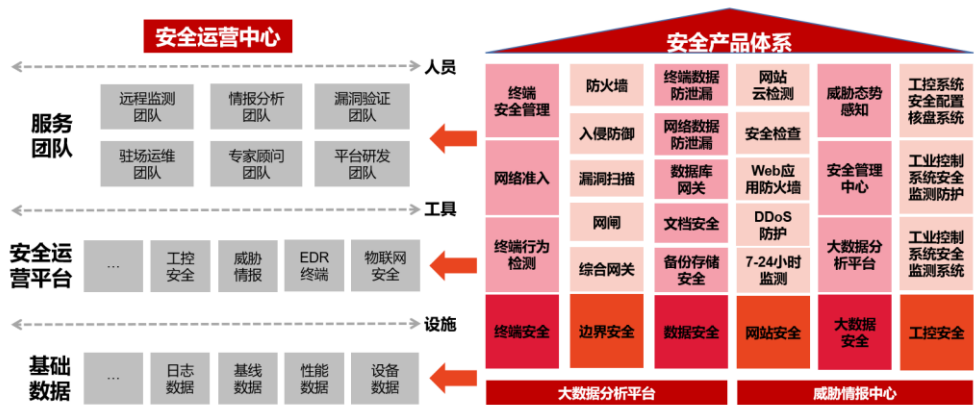
表 2：公司主要产品市占率领先

类别	产品	市场份额排名
安全软件	安全分析、情报响应和编排软件	奇安信 (10.7%)、 启明星辰 (8.7%) 、安恒信息 (8.5%)、深信服 (7.3%)、绿盟科技 (3.9%) 绿盟科技 (23.3%)、 启明星辰 (20.9%) 、IBM (10.1%)、盛邦安全 (6.3%)、安恒信息 (6.1%)
	入侵检测与防御(IDP)	启明星辰 (20.6%) 、绿盟科技 (20.1%)、新华三 (13.3%)、天融信 (7.1%)、华为 (3.4%)
安全硬件	虚拟专用网 (VPN)	深信服 (24.2%)、 启明星辰 (9.7%) 、天融信 (7.8%)、迪普科技 (1.9%)、东软集团 (1.6%)
	硬件 WAF	绿盟科技 (14.3%)、安恒信息 (10.8%)、 启明星辰 (9.1%) 、长亭科技 (8.9%)、远江盛邦 (7.1%)
安全服务	IT 安全咨询服务	奇安信 (7.2%)、 启明星辰 (5.7%) 、天融信 (5.6%)、绿盟科技 (4.7%)、新华三 (2.6%)
	托管安全服务	启明星辰 (13.7%) 、奇安信 (12.1%)、安恒信息 (8.7%)、绿盟科技 (7.4%)、安信天下 (6.4%)
	IT 安全企业级培训	永信至诚 (23.35%)、 启明星辰 (4.98%) 、绿盟科技 (1.62%)

资料来源：IDC，浙商证券研究所

全产品线与安全运营中心构成不同组合，提升安全运营中心的服务水平。公司结合自身网络安全产品链完备的优势，在安全运营平台中集成各类引擎，如安全防护网关、资产测绘引擎、网站监测引擎、脆弱性扫描引擎、性能监测引擎、威胁感知引擎、威胁情报等，形成丰富多样的城市运营中心样本，提高安全运营中心服务水平。

图 10：公司产品线与安全运营中心构成不同的组合



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

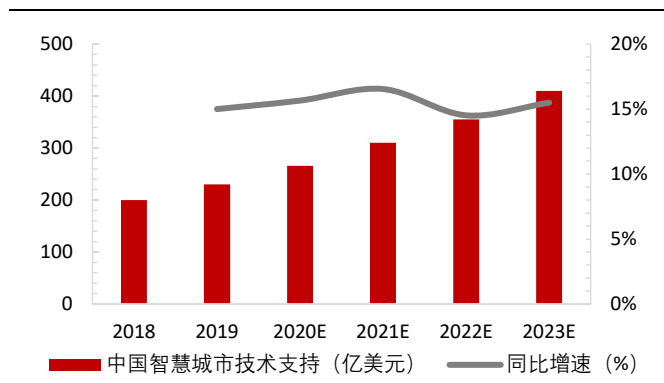
2.3. 行业趋势：托管安全服务市场潜力大

(1) 智慧城市建设持续深化，驱动安全需求，IDC 预测，2020 年，中国智慧城市支出规模将达到 266 亿美元，是支出第二大的国家，仅次于美国。

(2) 根据公司官网披露，国际优秀网络安全企业的安全运营业务占比已达 60%，安全运营代表着安全产品服务化（SecaaS/SocaaS）的趋势和类云业务的利润模式。

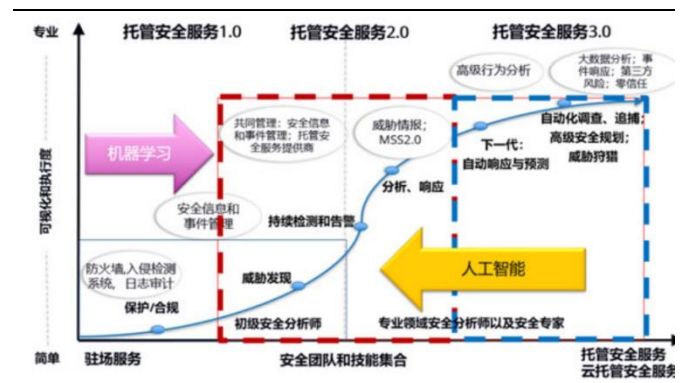
(3) 智慧城市驱动托管安全服务市场增长，根据 IDC 数据，到 2024 年，全球托管安全服务子市场规模预计达到 389 亿美元，2019-2024 年复合增长将达到 13%。而中国到 2024 年，中国托管安全服务子市场规模预计仅达到 5.6 亿美元，增长空间大。

图 11：2018-2023 年中国智慧城市支出规模预测



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图 12：智慧城市安全运营中心的不同安全能力建设阶段



资料来源：IDC，浙商证券研究所

3. 公司变化二：新安全业务持续放量高增

3.1. 业务表现：新兴业务收入持续高增长

公司已形成以数据安全、工业互联网安全、云安全等为主的新赛道布局。2020年，新兴业务收入达10亿元，同比增长67%（2019年增速：200%）。2021年前三季度，信创产品、云安全管理平台、EDR、数据防泄露产品、数据安全交换系统、密码机销售分别同比+900%、+600%、+200%、+100%、+90%、+80%，新兴安全业务持续放量高增。

表 3：公司主要新兴安全产品

类别	主要产品
数据安全	数据防泄露系统、数据库审计与防护、数据库静态脱敏、数据库动态脱敏、文档加密、电子签章、堡垒机、数据库防火墙、数据库加密。
云安全	云安全资源池、云安全管理平台、云 Web 应用审计、云数据库审计、虚拟 WAF、云子可信 SaaS、安星网站安全 SaaS。
工控安全	工业防火墙、工控 IDS 与审计、工控脆弱性扫描、工业 SOC、工业网闸、工控检查工具箱、工业主机防护系统、工控态势感知。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1) 数据安全：

- A. **布局早**：2013年，公司涉足数据安全。2014年以来，数据库审计与防护系统连续蝉联市场份额第一。
- B. **产品全**：涵盖数据防泄密 DLP、数据加密、数据防护、数据脱敏、数据安全交换、电子签章、安全文档、数据安全治理管控平台等防控一体的整体解决方案。
- C. **应用广**：数据安全系列产品已在政府、公安、医疗、智能交通、智慧城市、工业企业、传媒、电信、教育、金融等行业有广泛的应用部署。
- D. **增速快**：根据公司公告披露，2020年公司销售数据安全类产品约6亿，数据安全产品实现收入约3.2亿，2021年将呈高速增长趋势。

图 13：公司数据安全产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2) 工业互联网安全

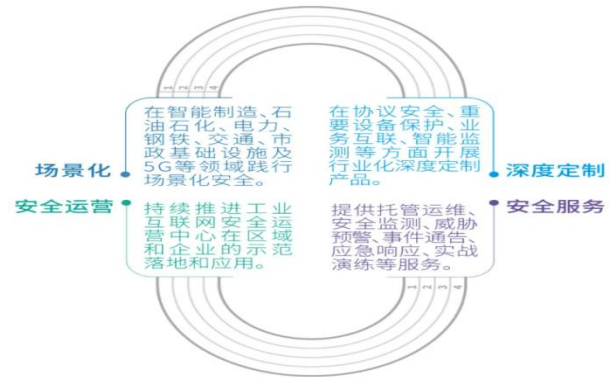
- A. 公司战略新兴业务之一。
- B. 应用面扩大：主流工控安全防护、检测、平台产品已适配包括电网调度、发电、石油石化、智能制造、5G 等近 20 个行业，并突破港口、民航、钢铁、水务行业。
- C. 工业安全服务：在多个城市落地工业互联网安全运营中心，搭建工业互联网安全态势感知平台。

图 14：公司工业防火墙的主要技术优势



资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

图 15：2021 年公司工业互联网安全进展



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3) 云安全

- A. 政务云/专有云/行业云安全：形成“云、网、边、端”一体化、人机共治的云安全综合解决方案，为用户构建网络安全、主机安全、应用安全、数据安全、原生安全等全方位安全闭环体系。
- B. SMB 安全云：为中小企业打造云子可信，累计服务中小企业超过 3 万家，用户遍布互联网、教育培训、零售快消、医疗健康、房地产、保险等众多行业和领域。
- C. 2021 年前三季度，云安全管理平台产品销售同比大幅增长。结合各地城市安全运营中心开展 SASE 模式云安全服务，持续加大拓展全新的云安全运营模式。

图 16：公司云安全管理平台的主要技术优势



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 17：云子可信 SaaS 用户遍及众多行业和领域



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.2. 投入重心：加大新业务研发创新投入

公司核心技术优势明显。公司经过 25 年的发展，积累了丰富而深厚的专业知识库和资源库，在北京、上海、广州、杭州、成都、南京等多地拥有研发机构，在技术团队、技术积累、企业资质、专利著作、行业标准等各方面指标优异。

表 4：公司研发实力强

技术优势	具体优势内容
技术团队	技术团队包括积极防御实验室（ADLab）、核心研究院&博士后工作站、产品研发中心、泰合团队、北斗安全运营中心、VenusEye 威胁情报中心、金睛监测与分析团队、VF 安全咨询专家团、大数据实验室、云安全团队、工业安全团队、安全系统集成团队等。
核心技术	公司在 IT 系统漏洞挖掘与分析、恶意代码检测与对抗领域拥有市场领先的核心技术积累，在此基础上形成了全面的网络安全防护技术对抗能力、测试评估能力、应急处置能力以及网络安全攻防演练能力。
企业资质	公司是国家认定的企业级技术中心、国家规划布局内重点软件企业，拥有最高级别的涉密计算机信息系统集成资质，并获得国家火炬计划软件产业优秀企业、中国电子政务 IT100 强等认定，累计各项企业资质 500 余项。
专利著作	公司拥有我国规模最大的国家级网络安全研究基地，拥有国家专利 400 余项（其中 60 余项填补了国内网络安全领域的空白）和计算机软件产品著作权近 500 项。
行业标准	公司是国内承担国家级、省部级重点科研项目最多的安全企业，牵头/联合参与制订国家及行业网络安全标准近 30 项，完成包括国家发改委产业化示范工程、科技部 863 计划、国家科技支撑计划、核高基重大专项、工信部产业发展基金项目等国家级科技攻关项目 200 余项。

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

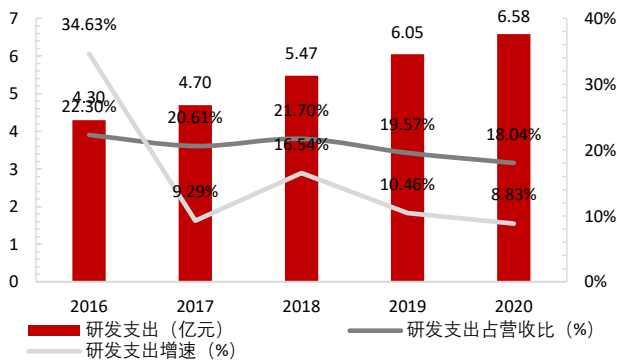
2020 年：

(1) 公司研发支出达 6.58 亿元，同比增长 8.83%，2015-2020 年 CAGR 为 15.56%；研发支出占总营收比为 18.04%，2016-2020 年期间均超过 18%。

(2) 公司研发人员数量达 2072 人，2016-2020 年间持续增长，研发人员数量占总员工人数比达 38.51%。高研发投入，为公司在新兴安全领域的持续发力奠定良好基础。

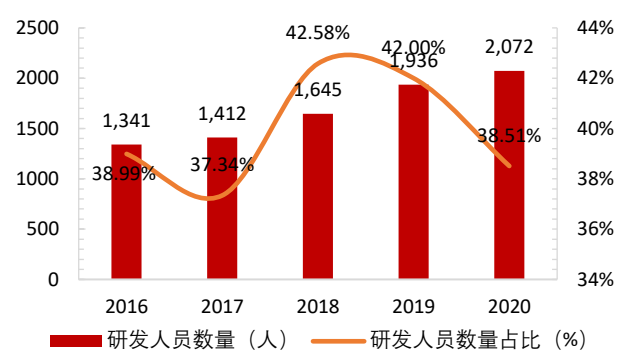
(3) 重点围绕新兴业务方向，根据公司公告，2020 年，重点围绕在云计算安全、人工智能、工业互联网安全、物联网安全、大数据安全领域方向加大研发创新投入。

图 18：2016-2020 年公司研发支出、占比及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：2016-2020 年公司研发人员数量及占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

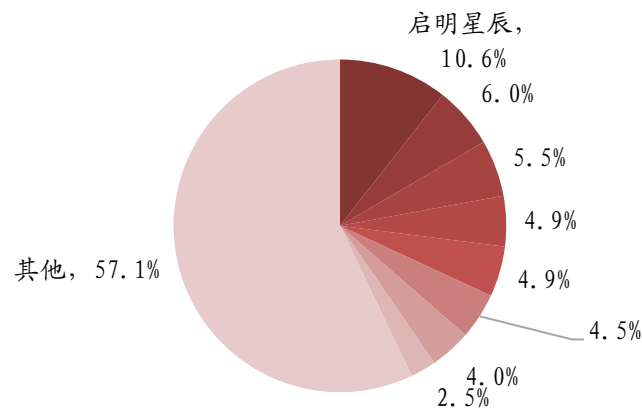
3.3. 行业趋势：景气向上，公司市占率高

公司新兴安全业务所在的细分赛道市场高景气，公司市占率领先：

1) 数据安全

- A. **主要驱动：**2021 年，《数据安全法》和《个人信息保护法》的落地，催生了政务、行业和个人数据安全的巨大市场。
- B. **市场空间：**根据 CCID 报告，2020 年，我国数据安全市场规模 30.7 亿元，同比增长 10.8%。
- C. **公司市场份额：**公司市占率 10.6%，排名第一（连续 6 年市场占有率第一）。

图 20：2020 年中国数据安全产品市场品牌结构



资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

2) 工控安全

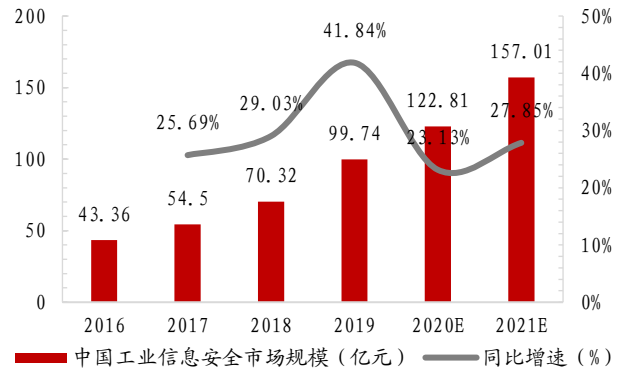
- A. **主要驱动：**2017 年以来，我国工控安全、工业互联网安全政策标准日益完善，垂直行业工业信息安全建设提速，工业企业安全意识全面增强，工业信息安全保障技术水平显著提升，推动了工业信息安全产业的全面发展。
- B. **市场空间：**据工业信息安全产业发展联盟报告，2019 年，我国工业信息安全产业规模为 99.74 亿元，同比增长 41.84%；其中，工业互联网安全产业规模为 38.3 亿元，同比增长 51.62%。预计 2020 年，我国工业信息安全市场增长率将达 23.13%，市场整体规模将增长至 122.81 亿元。
- C. **公司市场份额：**根据赛道顾问报告，公司在工控防火墙、工控漏扫、工控网闸、工控主机安全、工控 IDS 五大领域市场地位排名第一。

图 21：公司在工控五大领域市场地位第一



资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

图 22：2016-2021E 中国工业信息安全市场规模及增速

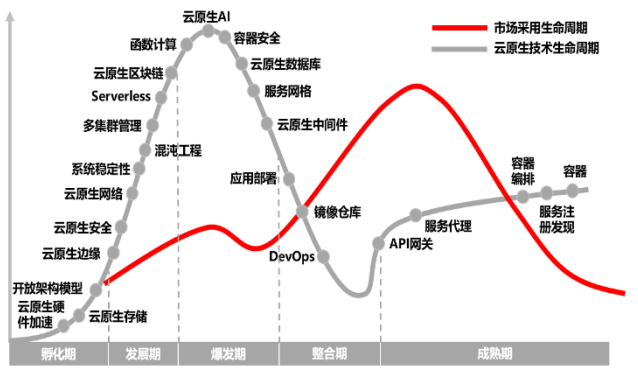


资料来源：工业信息安全产业发展联盟，浙商证券研究所

3) 云安全

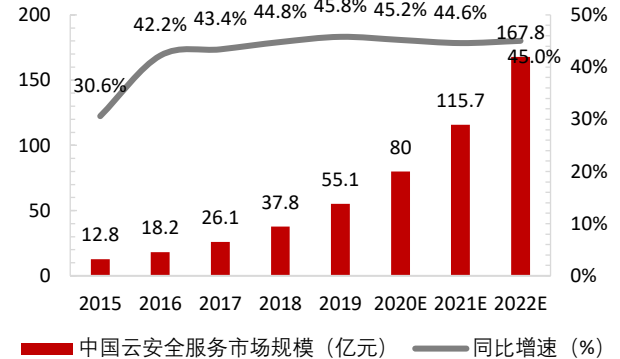
- A. **主要驱动：**IT 架构从传统 IDC 向云端迁移，数字基础设施向多云、混合云形态转移，以数据中心内部和外部进行划分的安全边界被打破。云原生加速云化变革。
- B. **市场空间：**根据赛迪顾问数据，2020 年中国云安全市场规模 80.0 亿元，同比增长 45.2%。预计 2022 年，中国云安全市场规模将达到 167.8 亿元，同比增长 45%，2020-2022 年 CAGR 为 44.83%。

图 23：云原生关键技术栈及市场采纳周期双曲线



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

图 24：2015-2022E 中国云安全市场规模及增速 (亿元)



资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

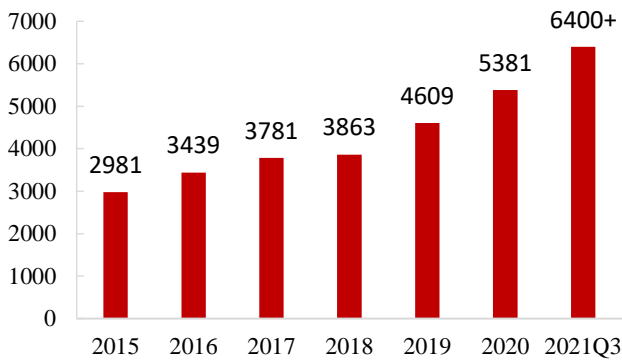
4. 公司变化三：组织变革提升团队战斗力

4.1. 内部变革：优化治理结构，激活团队战斗力

(1)公司进一步优化内部治理结构,落实合伙人制度,打造高素质的经营管理团队,倡导以业绩为导向的经营理念,激励合伙人为公司长期服务,共享公司的发展成果,最终实现合伙人与公司成为价值共同体,促进公司的长期发展和市场竞争力的持续提升。

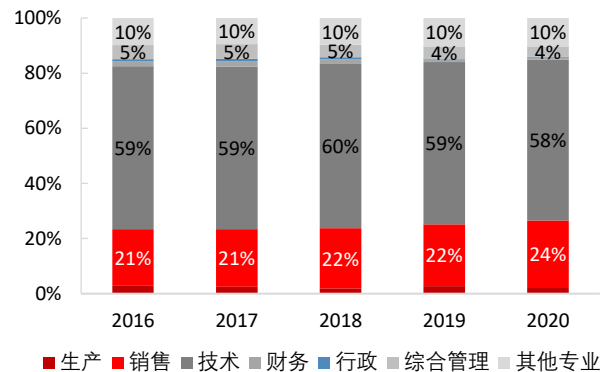
(2)2021年,公司规模加速扩张。截至2021年第三季度末,公司员工总数超过6400人,其中研发人员占比37%,技服人员占比25%,销售人员占比24%,整体较年初增加1000余人(其中,销售人员增加超200人),人员规模加速扩大(2018、2019、2020年总员工数分别同比增长82、746、772人)。人力资源的扩充为公司进一步提升总体业务规模提供了保障。

图 25: 2015-2021Q3 年公司员工总数



资料来源:公司公告,公司官网,浙商证券研究所

图 26: 2016-2020 年公司人员结构



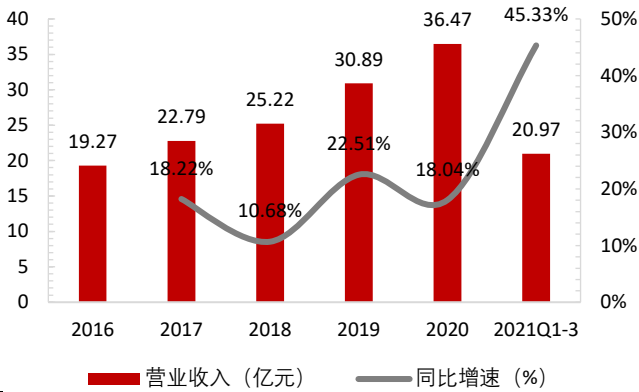
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

(3) 2021 年前三季度, 营收增速边际改善, 经营效率提升

2020年,公司营收36.47亿元,同比增长18.04%,2015-2020年CAGR为18.91%,收入持续稳定增长。2021年前三季度,营收20.97亿元,同比增长45.33%,增速上行。

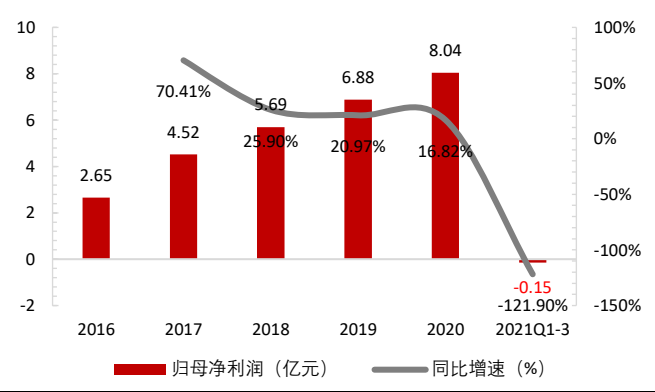
2020年,公司归母净利润8.04亿元,同比增长16.82%,2015-2020年CAGR为26.92%,2021年前三季度,归母净利润-0.15亿元,根据公司2021年三季报披露,主要系员工持股计划产生的股份支付费用构成一定影响,2021年9月1日-30日,公司回购股票总成交额为1.00亿元,剔除股份支付费用影响,前三季度归母净利润为3387.37万元。

图 27：2016-2021 年前三季度公司营收及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

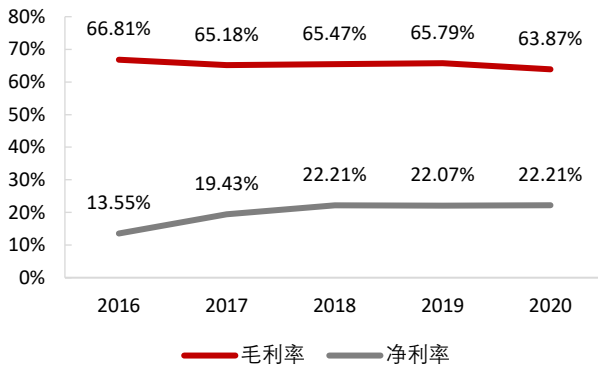
图 28：2016-2021 年前三季度公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

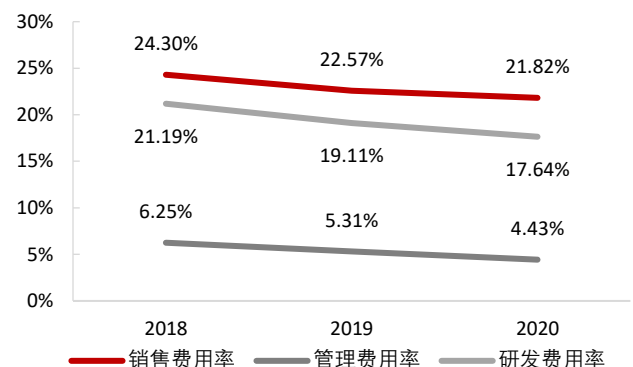
2016-2020 年，（1）毛利率总体相对稳定，维持在 65% 左右。（2）三项费用率稳步下降，体现出公司经营效率的逐渐改善。（3）净利率上升至 22% 左右。

图 29：2016-2020 年公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 30：2018-2020 年公司三项费用率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2. 渠道建设：新渠道体系政策，加强市场下沉

渠道背景：公司通过直销与分销相结合的方式为用户提供产品，目前直销/泛直销业务为主，渠道业务为辅。截至 2020 年底，公司在全国各省市自治区有 60+ 家业务分支机构，拥有覆盖全国的渠道和售后服务体系。

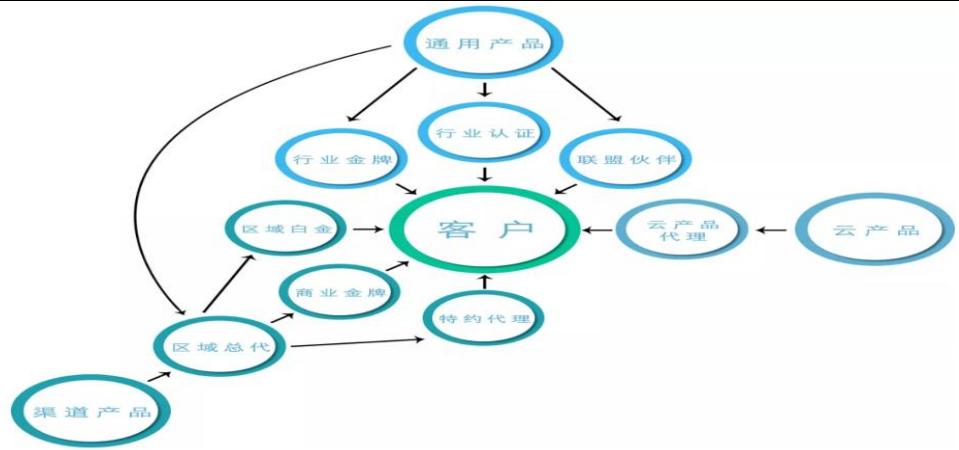
公司渠道体系包括两级。一级渠道伙伴包括区域总代、云产品代理。区域总代主要承担启明星辰授权产品与服务的销售目标，提供物流、资金和二级渠道支撑平台。二级渠道伙伴包括区域白金、商业金牌、特约代理，直接服务于最终用户。

2021 年，公司渠道变革进一步加强。根据公司微信公众号披露，

（1）公司的渠道建设在 2018 年开始启动试点，2019 年加强全面推广，并成为一项重点工作。2021 年，公司进一步推进组织革新，充分协同城市安全运营中心的业务开展，加强公司渠道体系建设，提升区域性下沉市场的业务规模；同时配套相应的预算和奖励机制，进一步激发团队的市场响应能力和创新能力。

(2) 2021年5月13日,2021年启明星辰生态伙伴大会上。公司推出最新的**渠道产品、渠道架构、激励政策、赋能、支撑体系**。同时,会上提到**2021年“市长计划”**,公司将在GDP排名靠前地市,组建销售团队,将售前、售后、服务团队下沉到区县级地区,深耕业务。此外,公司发布渠道新品超融合。

图 31: 公司渠道架构



资料来源: 公司微信公众号, 浙商证券研究所

根据公司披露投资者交流纪要:

- (1) 2020年,公司渠道收入6亿元左右,2021年目标渠道收入达到8亿。
- (2) 截止到2021年11月,公司核心渠道的数量同比增长三倍,且覆盖到四、五级的区县市场,核心渠道体系的搭建基本完成。
- (3) 公司对自有的重点渠道产品体系进行了重新的搭建,已基本完成了独立的专用于渠道产品19款,销量增长125%。
- (4) 公司自有的认证渠道人员数量同比增长几倍。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

收入端核心假设:

启明星辰是主要业务报告网络安全产品、网络安全服务、硬件及其他。。

(1) 网络安全产品:

A. 2019-2021年前三年季度,新兴业务收入持续高增长,新业务布局成效明显。B. 公司持续加大研发投入,重点投入新兴安全,提升产品竞争力。C. 技术、需求等多重驱动,数据安全、云安全、工业互联网安全等新兴市场景气向上,公司市占率领先。预计公司收入增速将有所修复。结合公司业务结构、业务节奏、竞争力等多重要素,我们预计公司的网安产品线业务2021、2022、2023年营收增速分别为26%、25%、25%。

(2) 网络安全服务

A. 自 2017 年公司布局城市安全运营业务以来，覆盖城市数量持续扩大，预计 2021 年覆盖数量将超过 120 家。B. 城市安全运营中心业务的有效开展，将有助于拉动公司安全产品和安全运营与服务收入的双增长。C. 2022 年，公司工作重心将是扩大已有安全运营中心标准化运营服务的收入，增加单点的收入规模。由此，我们预计网络安全服务业务 2021、2022、2023 年营收增速分别为 35%、30%、25%。

(3) 其他业务

其他业务收入占总收入比重较小，预计该业务将维持稳定，我们预计 2021、2022、2023 年其他业务营收增速分别为 5%、5%、5%。

结合上述，我们总体预计公司 2021、2022、2023 年营收增速分别为 28.59%、26.49%、24.93%。

表 5：公司业务收入预测拆分（单位：亿元）

业务线	类别	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
网络安全	收入	22.21	25.35	31.94	39.92	49.90
	产品	YOY	25.85%	14.13%	26.00%	25.00%
网络安全	收入	8.48	10.94	14.76	19.19	23.99
	服务	YOY	98.40%	28.95%	35.00%	30.00%
其他业务	收入	0.20	0.18	0.19	0.20	0.21
	YOY	-13.83%	-9.79%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	30.89	36.47	46.89	59.32	74.11
	YOY	22.51%	18.04%	28.59%	26.49%	24.93%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

毛利率预测

(1) **网络安全产品**：结合该业务历史毛利率、产品创新趋势等因素，预计该业务毛利率将相对稳定，2021、2022、2023 年毛利率分别为 63.0%、62.8%、63.2%。

(2) **网络安全服务**：网络安全服务以人力服务为主，随着公司城市运营中心数量扩大，安服工具增强，预计该业务毛利率将稳中有升，2021、2022、2023 年毛利率分别为 66.0%、66.2%、66.5%。

(4) **硬件及其他**：预计该业务毛利率维持稳定，2021、2022、2023 年毛利率分别为 76.0%、76.5%、75.5%。

预计 2021-2023 年公司销售毛利率分别为 64.00%、63.95%、64.30%。

表 6：公司业务毛利率预测（单位：%）

业务线	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
安全产品	64.96%	62.86%	63.00%	62.80%	63.20%
安全服务	67.87%	66.00%	66.00%	66.20%	66.50%
其他业务	69.70%	76.94%	76.00%	76.50%	75.50%
合计	65.79%	63.87%	64.00%	63.95%	64.30%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

销售费用率：（1）2021年，公司大规模扩张团队数量，销售团队规模大幅增加，预计销售人员薪资费用将增长。（2）公司持续推进渠道变革，渠道收入规模有望扩大。（3）随着公司经营管理效率的提高，销售费用率有望得到改善。预计2021-2023年销售费用率分别为23.00%、22.00%、21.00%。

管理费用率：（1）随着公司业务规模扩大，预计公司管理人员数量和薪资水平将持续上涨。（2）公司进一步加强费用管控、提升经营效率，预计管理费用率水平将有所下降。预计2021-2023年管理费用率分别为4.50%、4.20%、4.00%。

研发费用率：（1）公司持续加大研发投入，扩大研发人员数量，重点聚焦新兴业务领域，预计研发费用将维持增长。（2）公司在经营管理、研发投入方面进行精细化管理，预计研发费用率将相对稳定。预计2021-2023年研发费用率分别为18%、17.5%、17.5%。

表 7：公司费用率预测（单位： %）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	22.57%	21.82%	23.00%	22.00%	21.00%
管理费用率	5.31%	4.43%	4.50%	4.20%	4.00%
研发费用率	19.11%	17.64%	18.00%	17.50%	17.50%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

5.2. 估值分析与投资评级

我们选择**绿盟科技**、**迪普科技**作为可比公司，根据 Wind 一致预期，2021年11月12日，**绿盟科技**、**迪普科技** 2021-2023年 PE 估值的平均值为 42.78、31.39、23.07 倍，平均三年归母净利润 CAGR 为 34.41%。

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 10.20、13.17、16.89 亿元，给予公司 2022 年 30 倍 PE 的估值，对应未来 12 个月目标市值 395 亿元，予以“买入”评级。

表 8：可比公司估值

业务	股票名称	EPS（元/股）			PE			归母净利润 CAGR
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021-2023E
300369.SZ	绿盟科技	0.49	0.66	0.87	32.04	24.05	18.21	32.05%
300768.SZ	迪普科技	0.86	1.19	1.65	53.52	38.72	27.93	36.77%
	平均值	0.68	0.92	1.26	42.78	31.39	23.07	34.41%
002439.SZ	启明星辰	1.09	0.48	1.22	26.56	20.57	16.04	28.07%

资料来源：WIND，浙商证券研究所 注：股价为 2021 年 11 月 12 日收盘价，除启明星辰、迪普科技以外，其他公司盈利预测均为 Wind 一致预期

6. 风险提示

（1）政策落地不及预期风险。网络安全行业受政策驱动明显，若未来政策法规落地推进速度不及预期，将影响主要行业对网络安全产品和服务的需求。

（2）下游客户 IT 支出不及预期风险。公司主要产品重点服务于政府、金融、电信等行业数字化建设需求。如果未来受宏观环境等因素影响导致下游企业数字化转型进程放缓，将影响客户对公司产品和服务的需求。

(3) 新兴业务发展不及预期风险。公司重点拓展安全运营、数据安全、工业互联网安全、云安全等新兴赛道。如果公司技术研发方向与客户需求不匹配，或产品更新迭代进程不及预期，将影响客户对公司新赛道产品和服务的需求。

(4) 市场竞争加剧风险。网络安全等领域主要企业都在不断加大投入，如果未来市场竞争加剧导致价格战、人才竞争等，或将影响公司毛利率，压缩利润空间，以及导致技术外泄或者核心技术人员流失等风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6396	7997	10072	12258	营业收入	3647	4689	5932	7411
现金	1469	2252	3033	3782	营业成本	1318	1688	2139	2645
交易性金融资产	1551	1700	1900	2000	营业税金及附加	34	47	59	74
应收账款	2792	3293	4274	5385	营业费用	796	1079	1305	1556
其它应收款	114	148	185	233	管理费用	162	211	249	296
预付账款	51	50	71	90	研发费用	643	844	1038	1297
存货	372	399	535	678	财务费用	(2)	(20)	(22)	(38)
其他	47	153	73	91	资产减值损失	91	68	78	79
非流动资产	1970	1853	1800	1765	公允价值变动损益	49	60	75	60
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	42	53	38	44
长期投资	151	106	115	124	其他经营收益	206	201	231	240
固定资产	291	311	328	336	营业利润	902	1087	1431	1845
无形资产	207	127	74	43	营业外收支	(2)	16	6	8
在建工程	132	106	85	68	利润总额	901	1102	1437	1853
其他	1189	1203	1197	1194	所得税	91	89	123	165
资产总计	8367	9850	11871	14024	净利润	810	1013	1314	1688
流动负债	2282	2423	3069	3727	少数股东损益	6	(6)	(4)	(1)
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	804	1020	1317	1689
应付款项	1126	1240	1622	2070	EBITDA	997	1189	1498	1881
预收账款	8	205	228	208	EPS (最新摊薄)	0.86	1.09	1.41	1.81
其他	1148	977	1219	1448	主要财务比率				
非流动负债	86	351	448	295		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	86	351	448	295	营业收入	18.04%	28.59%	26.49%	24.93%
负债合计	2368	2774	3518	4022	营业利润	21.85%	20.41%	31.65%	28.96%
少数股东权益	14	8	5	4	归属母公司净利润	16.82%	26.80%	29.20%	28.19%
归属母公司股东权益	5984	7068	8349	9998	获利能力				
负债和股东权益	8367	9850	11871	14024	毛利率	63.87%	64.00%	63.95%	64.30%
					净利率	22.21%	21.61%	22.15%	22.78%
					ROE	15.51%	15.60%	17.07%	18.40%
					ROIC	13.20%	14.07%	15.48%	16.53%
					偿债能力				
					资产负债率	28.30%	28.16%	29.63%	28.68%
					净负债比率	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%
					流动比率	2.80	3.30	3.28	3.29
					速动比率	2.64	3.14	3.11	3.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.51	0.55	0.57
					应收帐款周转率	1.53	1.60	1.63	1.59
					应付帐款周转率	1.42	1.43	1.49	1.43
					每股指标(元)				
					每股收益	0.86	1.09	1.41	1.81
					每股经营现金	0.70	0.54	0.96	1.07
					每股净资产	6.41	7.57	8.94	10.71
					估值比率				
					P/E	33.69	26.57	20.57	16.05
					P/B	4.53	3.83	3.24	2.71
					EV/EBITDA	24.33	19.46	14.79	11.33

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>