

中国移动入主，强强联合共建网安新格局

2022 年 06 月 19 日

**分析师：吕伟**

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lwwei_yj@mszq.com

➤ **事件：**2022 年 6 月 18 日，公司发布 2022 年非公开发行 A 股股票预案。预案约定拟向中移资本发行的股票 2.84 亿股，募集资金 41.43 亿元，发行完成后，中移资本直接持有上市公司 23.08% 的股份。原实控人王佳、严立夫妇自愿、无条件且不可撤销地放弃其合法持有的 8.58% 股份的表决权，启明星辰实际控制人变更为“中国移动集团”。

➤ **中移动首次成为实控人，强强联合共建网安新格局。**启明星辰是国内信息安全产品的龙头企业，其产品及服务涉及安全网关、安全检测、安全服务、安全监管等。涉及政府、党政军、运营商等多行业。**中国移动**作为网信事业的排头兵和主力军，自身在安全产品的布局上跟其在网络安全、信息安全上承担的责任时有差距的，主要体现在——新型信息基础设施提档升级，相伴而生的非传统安全问题愈发凸显，包括关键信息基础设施被攻击风险增大、数据安全威胁持续增加等，对中国移动的安全防控、信息管理能力提出了更高的要求。而启明星辰早已设立运营商、金融、电力、以央企为主的大企业“军团”战略，“军团”的产品和解决方案具有独立性、强包容性和在“军团”所覆盖的范围内的通用性等特点，整体架构已然契合中国移动此类运营商的需求，此次公司实控人变更为中国移动首次成为上市公司实控人，在为启明星辰带来“国家队”身份的同时，两者有望实现优势互补。

➤ **中移动具备海量数字化应用场景，契合启明星辰于数据要素时代的安全能力战略方针。**根据中国移动 2021 年年报，实现营业收入 8482.58 亿元，同比增长 10.4%；实现归母净利润 1159.37 亿元，同比增长 7.5%，其中行业云营收 192 亿元，同比增长 110%，移动云实现收入 242 亿元，同比增长 114.4%。云化基础设施不断完善，“N+31+X”移动云布局持续优化，中心节点达到 13 个，累计投产云服务器超 48 万台。其海量的数字化应用场景，结合全面的算力资源布局催生出数字化转型带来的数据要素格局，而启明星辰通过 2021 年于杭州成立数据安全总部，叠加已累计建设了 119 个城市安全运营中心等多项布局，多维度契合中国移动的业务场景，为两者再攀新高夯实基础。

➤ **协议规定原实控人减持限制，结合前期股权激励，凸显公司长期稳定发展信心。**本次预案在带来与中国移动强强联合和募集资金以外，市场也存在对于原实控人所持有 21.65% 股份的归属担忧。预案中明确规划相关股份的减持限制，具体为在本次发行完成日起三年内，原实控人累计减持上市公司股份数量不得超过本次发行后上市公司总股本的 8%，同时在上述减持额度范围内，累计减持额度仍应受限于上市公司 2023 -2025 年的相关业绩考核指标及人才流失指标的达成情况。在核心员工离职率不高于 15% 的前提下，我们整理的相关年份的业绩考核指标和前期股权激励的考核要求，两者基本保持一致的同时，也凸显公司对

推荐

维持评级

当前价格：

20.65 元

相关研究

1. 启明星辰 (002439.SZ) 2021 年报点评：营收增速符合预期，新型赛道凸显拉动效应
2. 启明星辰 (002439) 事件点评：高标准股权激励计划发布，网安龙头迎来发展新阶段
3. 启明星辰 2021 年业绩预告点评：实现高质量增长，超前布局数据安全全环节
4. 启明星辰 (002439) 2021 年三季报点评：Q3 收入增速近三成，单季利润出现边际改善
5. 启明星辰 (002439) 2021 年一季报点评：收入翻倍增长，合同负债大幅提升反映业务景气度

未来稳定增长的信心。

表 1：本次预案与股权激励要求对比

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
收入(以及股权激励要求)	43.86	52.63	63.60	74.56	-
预案要求中的收入最低上限	-	-	63.60	76.76	88.60
YOY	-	20.00%	20.83%	20.69%	18.82%
归母净利润(以及股权激励要求)	8.62	10.78	13.36	15.95	-
预案要求中的归母净利润最低上限	-	-	13.36	15.95	18.53
YOY	-	25.00%	24.00%	19.35%	16.22%

资料来源：wind，民生证券研究院

➤ **投资建议：**公司在作为网络安全龙头之一，率先成立运营商等四大“军团”，同时自身技术、业务布局与运营商体系较为契合，此次实控人变更为中国移动，有望进一步加速公司战略方针的落地。预计 2022-2024 年公司收入分别为 54.13/68.53/84.99 亿元，归母净利润分别为 11.59/14.63/18.50 亿元，22/23 年对应 PE 为 17X 与 13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧，疫情反复导致交付不及预期，实控人变动带来业务增量不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4386	5413	6853	8499
增长率（%）	20.3	23.4	26.6	24.0
归属母公司股东净利润（百万元）	862	1159	1463	1850
增长率（%）	7.1	34.6	26.2	26.5
每股收益（元）	0.91	1.22	1.54	1.95
PE	23	17	13	11
PB	2.9	2.4	2.1	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 6 月 10 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4386	5413	6853	8499
营业成本	1492	1722	2157	2752
营业税金及附加	42	49	77	78
销售费用	1102	1365	1653	1896
管理费用	215	342	415	452
研发费用	846	1230	1417	1738
EBIT	830	1108	1478	1949
财务费用	-10	-1	-1	-2
资产减值损失	-19	-5	-5	-4
投资收益	49	159	143	160
营业利润	936	1263	1618	2107
营业外收支	2	0	-2	0
利润总额	938	1263	1616	2107
所得税	75	104	153	257
净利润	863	1159	1463	1850
归属于母公司净利润	862	1159	1463	1850
EBITDA	1003	1196	1565	2038

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1354	1867	2818	3694
应收账款及票据	3084	4843	5306	7078
预付款项	50	59	76	94
存货	474	489	781	861
其他流动资产	1605	1687	1686	1814
流动资产合计	6567	8945	10668	13541
长期股权投资	164	191	226	250
固定资产	569	565	561	557
无形资产	187	186	184	176
非流动资产合计	2369	2392	2420	2433
资产合计	8936	11336	13088	15974
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	885	1598	1551	2216
其他流动负债	1169	1501	1838	2209
流动负债合计	2055	3099	3389	4425
长期借款	1	1	1	1
其他长期负债	143	143	143	143
非流动负债合计	144	144	144	144
负债合计	2199	3243	3532	4569
股本	934	948	948	948
少数股东权益	16	16	16	16
股东权益合计	6738	8093	9556	11405
负债和股东权益合计	8936	11336	13088	15974

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.27	23.42	26.60	24.01
EBIT 增长率	2.72	33.50	33.38	31.89
净利润增长率	7.15	34.56	26.17	26.45
盈利能力 (%)				
毛利率	65.99	68.20	68.52	67.61
净利率	19.64	21.42	21.34	21.76
总资产收益率 ROA	9.64	10.23	11.18	11.58
净资产收益率 ROE	12.82	14.35	15.33	16.24
偿债能力				
流动比率	3.20	2.89	3.15	3.06
速动比率	2.90	2.69	2.87	2.82
现金比率	0.66	0.60	0.83	0.83
资产负债率 (%)	24.60	28.61	26.99	28.60
经营效率				
应收账款周转天数	233.57	254.37	257.89	253.54
存货周转天数	102.14	101.20	106.78	108.00
总资产周转率	0.51	0.53	0.56	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.91	1.22	1.54	1.95
每股净资产	7.09	8.52	10.06	12.02
每股经营现金流	0.34	0.28	0.98	0.86
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	23	17	13	11
PB	2.9	2.4	2.1	1.7
EV/EBITDA	18.23	14.85	10.74	7.82
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	863	1159	1463	1850
折旧和摊销	173	88	88	89
营运资金变动	-675	-825	-488	-965
经营活动现金流	318	268	927	818
资本开支	-448	-83	-84	-77
投资	12	-27	-35	-25
投资活动现金流	-110	49	25	58
股权募资	0	196	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-229	196	0	0
现金净流量	-21	512	951	876

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001