

启明星辰（002439.SZ）

中国移动入股，双方场景化创新可期

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 计算机 · 软件开发

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 熊莉 021-61761067
证券分析师： 库宏珪 021-60875168

xiongli1@guosen.com.cn
kuhongyao@guosen.com.cn

执证编码：S0980519030002
执证编码：S0980520010001

事项：

公司拟向中移资本非公开发行股票，实施完成后，公司实控人将变更为中国移动集团。根据 2022 年 6 月 18 日公司公告，公司拟非公开发行股票，发行对象为中移资本，发行价格为 14.57 元/股，募集资金不超过 41.43 亿元，拟全部用于补充流动资金。公司、王佳、严立夫妇与中移资本于 2022 年 6 月 17 日签署了《投资合作协议》，约定中移资本作为特定对象拟以现金方式认购上市公司非公开发行股票约 2.84 亿股，发行完成后中移资本直接持有上市公司 23.08% 的股份，王佳、严立夫妇直接及间接合计持有上市公司 21.65% 的股份。同时，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上市公司约 1.06 亿股股份（占上市公司本次发行后总股本比例 8.58%）对应的表决权。完成后，王佳、严立夫妇合计持有上市公司共计 13.08% 的表决权，上市公司实际控制人由王佳、严立夫妇变更为中国移动集团。

国信计算机观点：1) 中国移动入股后双方设置了较高的考核目标，力保团队稳定和业绩稳定增长；2) 中国移动有望打造公司为网络安全平台，有望加强双方协同效应；3) 运营商安全投入有望加大，公司份额有望提升，未来双方联合场景化创新可期；4) 我们维持公司盈利预测，预计 2022-2024 年营业收入为 55.74/69.54/84.94 亿元，增速分别为 27%/25%/22%，归母净利润为 10.83/13.73/16.87 亿元，对应当前 PE 为 18/14/11 倍。维持“买入”评级。

评论：

◆ 移动入股后双方管理层紧密捆绑，共同设置较高考核目标

根据公司公告，在发行完成后，中国移动将成为公司实际控制人。在上市公司 9 名董事组成的董事会中，中国移动有权提名 4 名非独立董事候选人和 2 名独立董事候选人；中国移动将提名董事长 1 名，设联席董事长 1 名，由原实控人王佳提名。管理层方面，中国移动将向上市公司董事会推荐 1 名分管业务协同的副总经理和 1 名财务负责人，并经上市公司董事会批准后担任上市公司高级管理人员。

考核条件较高，双方致力于公司高增长和团队稳定。在过渡期间，王佳、严立夫妇出售、质押或以其他方式处置（“减持”）其所持的上市公司股份每年不得超过《投资合作协议》签署日上市公司总股本的 2%；在本次发行完成日起三年内，减持不得超过 8%。公司设置了较高的考核目标，对公司业绩、离职率均做出要求，业绩方面考核时间为 2023-2025 年。因此王佳、严立夫妇自本次发行完成后至 2023 年年度考核指标完成前不得减持。离职率方面，公司要求 2023-2025 年，各年核心员工离职率高于 15% 的，减持额度为 0。在离职率达标后，业绩考核营收和利润二者以最高完成度为准。营收端，2023-2025 年公司营业收入较 2021 年增长率高于 45%/75%/102%，则可相应减持 2%/4%/8%；增长率低于 23%/49%/72%，则减持额度为 0；增长率介于二者之间的，则按照相应公式计算可减持额度。利润端，2023-2025 年公司净利润较 2021 年增长率高于 55%/85%/115%，则可相应减持 2%/4%/8%；增长率低于 32%/57%/83%，则减持额度为 0；增长率介于二者之间的，则按照相应公式计算可减持额度。

◆ 协同可期，公司目标实现跨越式发展

网络安全市场范畴逐步扩大，国内场景化路线已与国外不同。随着近年来网络安全法、数据安全法、个人信息安全保护法、等保、关保条例等一系列政策法规出台，我国对网络安全重视程度以及覆盖范围日益加深。相比于国外公有云市场，SaaS 化发展如火如荼，我国更多还是基于不同的信息化场景建设不同的安全解决方案。从网络架构、应用场景、用户需求、技术路线、合规要求等方面，我国的网络安全建设已经和国外市场产生差异。因此符合我国国情的安全实践，能解决我国复杂数字化场景的安全方案，更能够推动产业持续快速增长。

公司有望成为中国移动打造的网络安全平台企业。中国移动集团目前是全球网络规模最大、客户数量最多、品牌价值和市值排名位居前列的电信运营企业，是引领我国数字经济发展的领头羊。中国移动入股后，有望着力打造独立控制的、业内领先的、具备核心竞争优势的网信安全板块，在网信安全领域进一步发挥压舱石作用，践行中央企业责任。

公司与移动将探索多方面协同。中国移动自身也是国内数字化最高的企业之一，具备技术要求极高的复杂场景，公司可与移动共同融合安全能力，形成场景化能力进一步推向市场。同时，中国移动集团客户数达 1700 万，具备雄厚的品牌实力、强大的技术能力和广阔的销售网络，有望助力公司实现跨越式发展。在募集资金 41.43 亿元后，公司将充分发挥与中国移动集团的协同优势，通过安全原生创新和场景化创新，重点布局数据要素化安全、大数据 AI 安全分析、云安全管控、工业数字化安全、零信任安全、威胁情报、网络空间安全靶场仿真和国产化安全等重点方向，强化安全运营中心布局和落地，持续推动公司业绩健康发展。

◆ 运营商安全市场有望加大投入，结合移动场景化创新可期

电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例不低于 10%。根据工信部做的对网络安全产业未来三年高质量发展计划，运营商行业安全投入有望大幅增长，尤其当前在运营商流量迅速增长，同时强调数字化水平和云网融合的背景下。《计划》对供给侧新兴产品和技术提出具体要求，如传统产品集约化发展、推动数据安全、发展 XDR 等；公司与移动携手有望率先推广，并输出多项安全服务能力。

表 1：网络安全产业供给强化要点

供给端强化	主要内容
加快传统安全产品升级	推动 IDPS、终端安全等检测类产品提升性能和检测质量；推动防火墙等防护类产品安全能力集约化发展；推动安全运营平台等分析类产品向智能化发展
加强重点领域网络安全供给	针对 5G、云计算、工业互联网、车联网、物联网，推动原生安全、智能编排、内生安全等技术产品落地。推动联邦学习、多方安全技术等数据安全技术应用
强化数据安全技术与应用	优化数据安全治理、分类分级安全防护等产品功能和性能；强化监测预警和应急处置技术研究；推进安全多方计算、联邦学习技术研究
创新安全服务模式	加强安全企业技术产品的云化能力；发展集约化安全服务，鼓励企业提供集防火墙、用户身份认证、数据安全等整体解决方案；鼓励基础电信企业、大型云服务提供商，并充分发挥网络和基础资源优势，输出安全服务能力
发展创新安全技术	推动网络安全架构向内生、自适应发展，加快零信任、微隔离、软件定义边界、SASE 等技术应用；积极发展 UEBA、SOAR、XDR 等技术
加强共性基础支撑	建设高质量网络安全基础知识库；加快发展源代码分析、组件成分分析等软件供应链安全工具；推进网络靶场技术研究

资料来源：《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023）征求意见稿》，国信证券经济研究所整理

场景化创新未来可期。中国移动本身也是公司大客户之一，2020、2021 年向其销售额达到 1.08、1.05 亿元；移动入股后，公司在运营商的市场份额有望进一步提升。但更具价值的，还是未来双方磨合场景化创新后，并输出的安全方案能力。随着数字化在各行业渗透率持续提升，传统信息安全厂商除了原有的标准化产品之外，对于复杂的业务本身难以介入，也难以创新出真正符合甲方需求的安全方案。当前建设最紧要的数据安全，则必须与甲方业务系统融合，才能完成整个数据生命周期的治理。公司与移动的结合有望

打破这层“隔阂”，双方共同在业务中融合场景化创新。例如，中国移动参考微软 DGPC 框架等，研究制定了自己的数据安全保障体系的框架，设计数据安全策略、安全管理、安全运营、安全评估、安全技术、安全监督共六大体系。启明星辰也发布数据绿洲技术框架，提出数据安全从 1.0 的数据对象安全，到 2.0 的数据汇聚安全，再到 3.0 的数据流通安全的演化路径。移动能提供丰富而具体的场景，双方未来有望在数据安全联合创新，并进一步推向行业。

◆ **投资建议：**中国移动入股后有望加强双方协同效应，维持“买入”评级。

我们维持公司盈利预测，预计 2022-2024 年营业收入为 55.74/69.54/84.94 亿元，增速分别为 27%/25%/22%，归母净利润为 10.83/13.73/16.87 亿元，对应当前 PE 为 18/14/11 倍。维持“买入”评级。

◆ **风险提示**

双方整合不及预期；疫情反复导致经济压力加大；行业竞争进一步加剧等。

相关研究报告：

《启明星辰（002439.SZ）——2022 年年报点评-数据安全快速增长，22 年依然保持较高目标》——2022-04-08

《启明星辰-002439-2021 三季报点评：业绩稳定增长，新安全不断突破》——2021-11-01

《启明星辰-002439-2021 年中报点评：数据安全能力不容忽视，运营中心持续成长》——2021-08-12

《启明星辰-002439-2021 年一季报点评：一季度现金流优异，发布全新云安全产品》——2021-05-05

《启明星辰-002439-2020 年报点评：业绩稳健增长，安全运营中心全国拓展顺利》——2021-04-20

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1469	1354	2052	2647	3485	营业收入	3647	4386	5574	6954	8494
应收款项	2906	3197	4063	5068	6191	营业成本	1318	1492	1935	2413	2945
存货净额	372	474	613	764	933	营业税金及附加	34	42	54	67	82
其他流动资产	98	139	176	220	269	销售费用	796	1102	1349	1655	1979
流动资产合计	6396	6567	8307	10102	12280	管理费用	162	215	175	209	254
固定资产	423	570	738	890	1024	研发费用	643	846	1115	1356	1656
无形资产及其他	207	187	180	174	168	财务费用	(2)	(10)	(10)	(10)	(17)
投资性房地产	1189	1449	1449	1449	1449	投资收益	42	49	40	40	40
长期股权投资	151	164	166	168	170	资产减值及公允价值变动	56	70	(60)	(60)	(60)
资产总计	8367	8936	10840	12783	15090	其他收入	(535)	(728)	(875)	(1106)	(1396)
短期借款及交易性金融负债	0	0	300	300	300	营业利润	902	936	1177	1494	1835
应付款项	1126	885	1145	1427	1742	营业外净收支	(2)	2	2	2	2
其他流动负债	1156	1169	1480	1831	2217	利润总额	901	938	1179	1496	1837
流动负债合计	2282	2055	2924	3558	4259	所得税费用	91	75	95	120	148
长期借款及应付债券	0	1	1	1	1	少数股东损益	6	1	2	2	2
其他长期负债	86	143	153	163	173	归属于母公司净利润	804	862	1083	1373	1687
长期负债合计	86	144	154	164	174	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2368	2199	3078	3722	4433	净利润	804	862	1083	1373	1687
少数股东权益	14	16	18	19	22	资产减值准备	(68)	12	4	3	4
股东权益	5984	6722	7744	9042	10636	折旧摊销	116	135	75	92	110
负债和股东权益总计	8367	8936	10840	12783	15090	公允价值变动损失	(56)	(70)	60	60	60
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(2)	(10)	(10)	(10)	(17)
每股收益	0.86	0.92	1.16	1.47	1.81	营运资本变动	(188)	(851)	(458)	(554)	(625)
每股红利	0.02	0.05	0.06	0.08	0.10	其它	74	(11)	(3)	(2)	(2)
每股净资产	6.41	7.20	8.30	9.69	11.39	经营活动现金流	682	77	761	973	1235
ROIC	30%	32%	34%	38%	41%	资本开支	0	(276)	(301)	(301)	(301)
ROE	13%	13%	14%	15%	16%	其它投资现金流	(598)	148	0	0	0
毛利率	64%	66%	65%	65%	65%	投资活动现金流	(663)	(141)	(303)	(303)	(303)
EBIT Margin	19%	16%	17%	18%	19%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	18%	19%	20%	负债净变化	0	1	0	0	0
收入增长	18%	20%	27%	25%	22%	支付股利、利息	(23)	(48)	(60)	(76)	(93)
净利润增长率	17%	7%	26%	27%	23%	其它融资现金流	(132)	42	300	0	0
资产负债率	28%	25%	29%	29%	30%	融资活动现金流	(180)	(51)	240	(76)	(93)
股息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	现金净变动	(161)	(115)	698	594	838
P/E	24.0	22.4	17.8	14.0	11.4	货币资金的期初余额	1630	1469	1354	2052	2647
P/B	3.2	2.9	2.5	2.1	1.8	货币资金的期末余额	1469	1354	2052	2647	3485
EV/EBITDA	26.7	26.0	21.9	17.1	14.0	企业自由现金流	0	(358)	186	390	636
						权益自由现金流	0	(315)	496	399	651

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032