

中航证券研究所

分析师：邹润芳

证券执业证书号：S0640521040001

分析师：卢正羽

证券执业证书号：S0640521060001

 邮箱：luzy@avicsec.com

启明星辰（002439）点评：

中国移动入主，或承担网安“国家队”新使命

行业分类：计算机

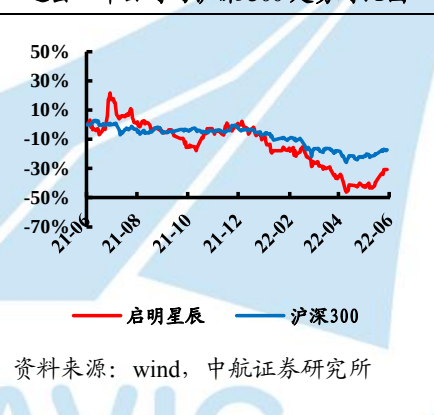
2022年6月18日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.06.10)	20.65

基础数据（2022.06.17）

上证指数	3316.79
总股本（亿股）	9.48
流通A股（亿股）	7.24
资产负债率（2021）	24.60%
ROE（2021 摊薄）	12.82%
PE（TTM）	23.32
PB（LF）	2.88

过去一年公司与沪深300走势对比图



➤ **事件：**公司6月18日发布公告，中移资本拟以现金方式认购上市公司非公开发行股票284,374,100股，发行完成后中移资本直接持有上市公司23.08%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105,700,632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。上述事项实施完成后，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。

投资要点：

- **网络安全行业属于未来确定性的稳增长、快增长行业。**根据IDC《2022年V1全球网络安全支出指南》相关数据，2021年中国网络安全相关支出有望达到102.6亿美元，预计2025年将达214.6亿美元，2021-2025年预期复合增速达到20.5%，增速位列全球第一。根据工信部《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）》，到2023年网络安全产业规模超过2500亿元，年复合增长率超过15%；电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例要达到10%。我们认为，随着网络安全相关法律法规、战略规划的陆续出台实施，以及2022年政府工作报告中明确“促进数字经济发展，加强数字中国建设整体布局”的战略部署，网络安全行业属于未来确定性的稳增长、快增长行业。
- **以央企为代表的国有资本持续加码投资，网络安全企业战略价值显现。**2019年国投智能受让美亚柏科近15.6%的股份，并通过《表决权委托协议》成为公司实际控制人；今年3月2日美亚柏科公告国投智能将通过定增直接持有公司股份（发行后）的21.56%。2019年中国电子旗下明洛投资、中电金投以37.31亿元受让奇安信合计22.60%股权，成为奇安信第二大股东。2019年中电科投资、中电基金和网安基金作为一致行动人，通过转让、集合竞价等方式合计收购15.54%的股份，成为绿盟科技第一大股东。2019年中国电科旗下中电基金、电科网信合计收购天融信5.01%股份，今年5月底，工业网络安全服务提供商「天地和兴」宣布完成近7亿元D轮融资，投资方包括国电投集团基金、中电科研投基金等11家央国企产业资本、地方国资基金等国内知名一线投资机构。我们认为，一方面央企担负着大力发展数字经济和保障国家网络安全的战略重任，加大网安投资是其本身必须承担的社会重任；另一方面网络安全行业未来持续快速增长的确定性强，A股相关

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传 真：010-59562637

企业当前估值较低，以启明星辰为代表的网安企业本身具有战略投资价值。

- 启明星辰行业地位稳固、业务布局完善、技术卡位好，近年来经营稳定、盈利能力较强。公司成立于1996年，是国内最具实力的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商，成功实现了对网络安全、数据安全、应用业务安全等多领域的广泛覆盖，曾入选“2019福布斯中国最具创新力企业榜”。根据中国网络安全产业联盟的统计，公司2020年市占率6.9%，仅次于奇安信。多款产品市占率位居行业前列，在托管安全服务、态势感知、VPN、工控安全审计、工控主机安全、AI（安全分析、情报）、RO（响应、编排）、咨询服务、安全培训等细分赛道，公司多年处于第一阵营。公司2017-2021年营业收入CAGR达17.79%，归母净利润CAGR达17.51%，扣非归母净利润CAGR达24.23%，近五年来毛利率维持在60%以上，净利率保持在19%以上，经营情况稳定，盈利能力较强。

图表一、安全硬件、安全软件、安全服务市场格局

安全硬件	市占率	安全软件	市占率	安全服务	市占率
UTM防火墙		身份和数字信任		安全咨询	
天融信	22.50%	亚信安全	11.30%	奇安信	7.50%
华为	21.40%	数字认证	7.70%	天融信	4.90%
新华三	18.20%	吉大正元	7.10%	启明星辰	4.70%
迪普科技	4.80%	格尔软件	6.40%	绿盟科技	4.30%
东软	2.60%	信安世纪	5.40%	德勤	1.90%
UTM硬件		终端安全		托管安全	
网御星云	18.50%	奇安信	19.40%	启明星辰	12.40%
深信服	16.70%	亚信安全	10.90%	奇安信	9.80%
奇安信	11.70%	青藤云安全	7%	安恒信息	8.30%
山石网科	9.40%	深信服	4.90%	深信服	7.80%
飞塔	3.90%	Microsoft	1.70%	绿盟科技	7.70%
安全内容管理		软件安全网关		IT安全教育与培训	
深信服	21.20%	阿里巴巴	28.20%	安全集成	
奇安信	11.30%	腾讯	13.50%		
新华三	6.60%	中国电信	9.90%		
绿盟科技	4.60%	华为	6.50%		
安恒信息	2.90%	P5	2%		
入侵检测与防御		安全分析和情报			
启明星辰	23.80%	奇安信	9%		
绿盟科技	18.60%	启明星辰	7.50%		
新华三	15.20%	安恒信息	6.30%		
天融信	4.30%	深信服	5.60%		
迪普科技	3.20%	绿盟科技	3.80%		
虚拟专用网		响应和编排			
深信服	23.10%	绿盟科技	17.90%		
启明星辰	11.50%	启明星辰	16.10%		
天融信	7.70%	盛邦安全	5.60%		
迪普科技	1.80%	安恒信息	5.30%		
东软	1.40%	Synopsys	3.70%		

资料来源：IDC，中航证券研究所整理

- 公司大力布局的城市安全运营中心业务具先发优势，未来成长潜力较大。托管安全服务是安全服务提供商通过安全运营中心(SOC)进行全天候远程管理或监控的IT安全服务，服务范围包括部署在本地、外部数据中心和云上的托管安全服务。IDC《2021下半年中国IT安全服务市场跟踪报告》显示，启明星辰以12.4%的市场份额稳居中国托管安全服务市场占有率第一。截至2021年底，公司已累计建设了119个城市安全运营中心，其中89个已进入了付费模式，典型的包括辽宁、青海、山东、贵州、攀枝花等。运营中心建设促进了大项目获单能力，既具备区域营销枢纽职能，也可以承载更多的业务支撑保障能力。公司2021年安全运营中心实现营收8.46亿，同比增长41%；结合“市长计划”的推进，以及继续深耕细作提升客户价值、提高单体运营中心收入、成功模式的复制和升级，公司预计22年运营中心业务将保持40%-50%的收入增长。我们认为，未来“驻场+远程”的云地结合模式将成为主流，安全运营中心的商业模式有望成为公司最重要的业务发展动力引擎。

- **股权激励计划与减持限制规定设定的业绩考核指标彰显公司长期发展信心。**公司 2022 年 4 月 15 日发布的《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》，股权激励解锁设定的 2022-2024 三年业绩考核目标值为：以 2021 年营收为基数的增长率分别不低于 20%、45%、70%；或以 2021 年净利润为基数的增长率分别不低于 25%、55%、85%。此外，根据本次非公开发行的减持限制协议规定：在本次发行完成日起三年内，乙方及其一致行动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%，且受限于公司 2023-2025 年业绩考核指标及人才流失指标达成情况。在核心员工离职率不高于 15%的情况下，减持额度按照营收增长率与净利润增长率中孰高者确定。根据公司公告中的相关年份的业绩考核指标和前期股权激励的考核要求基本保持一致，彰显出公司对未来业绩长期稳定增长的信心。

图表二、股权激励计划与减持限制规定各年度业绩考核目标

营业收入增长指标			净利润增长指标		
减持限制		股权激励解锁限制	减持限制		股权激励解锁限制
减持额度	上市公司营业收入较2021年增长率 (X)	股权激励解锁营业收入较2021年增长率	减持额度	上市公司净利润较2021年增长率 (Y)	股权激励解锁净利润较2021年增长率
2022年					
		> 20%			≥25%
2023年					
2%	X > 45%	> 45%	2%	Y > 55%	≥55%
1.7%+ (0.3% × (X - 23%) / 22%)	45% > X > 23%		1.7%+ (0.3% × (Y - 32%) / 23%)	55% > Y > 32%	
0%	X < 23%		0%	Y < 32%	
2024年					
4%	X > 75%	> 70%	4%	Y > 85%	≥85%
3.4%+ (0.6% × (X - 49%) / 26%)	75% > X > 49%		3.4%+ (0.6% × (Y - 57%) / 28%)	85% > Y > 57%	
0%	X < 49%		0%	Y < 57%	
2025年					
8%	X > 102%	—	8%	Y > 115%	—
6.8%+ (1.2% × (X - 72%) / 30%)	102% > X > 72%		6.8%+ (1.2% × (Y - 83%) / 32%)	115% > Y > 83%	
0%	X < 72%		0%	Y < 83%	

资料来源：公司公告，中航证券研究所整理

- **移动入主，公司或承担网络安全“国家队”历史新使命。**根据公司公众号，此次投资合作对双方及中国网络安全产业有着深远的意义。一方面，有利于中国移动集团紧紧围绕壮大国家网信事业和保障国家网络安全的目标，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，积极拓展网信安全产品与服务市场。另一方面，启明星辰依托中国移动集团雄厚的品牌实力、强大的技术能力和广阔的销售网络，启明星辰未来发展可获得品牌、资金、创新场景、技术、渠道等全方面的支持和保障，有利于公司把握行业发展机遇，积极打造网络安全产业的国家队和主力军，助力公司实现跨越式发展。我们认为，中国移动作为我国最大的网络基础设施运营商、拥有丰富的数字政府、数字经济应用场景资源，启明星辰与中国移动是上下游产业关系、可以期待的产业协同效应明显，双方整合将为启明星辰带来在宝贵的战略资源与创新场景，公司或将承担网络安全行业“国家队”的历史新使命。
- **投资建议：**我们认为，网络安全行业属于未来确定性的稳增长、快增长行业。公司行业地位稳固、业务布局完善、技术卡位好，近年来经营稳定、盈利能力较强。双方整合将为公司带来在宝贵的战略资源与创新场景，启明星辰或将承担网络安全“国家队”的历史新使命。预测启明星辰 2022、2023、2024 年营业收入分别为 54.54 亿元、68.50 亿元、85.37 亿元；归母净利润分别为 10.30 亿元、12.69 亿元、15.46 亿元，对应 EPS 分别为 1.09 元、1.34 元、1.63 元，当前股价对应 PE 分别为 19 倍、15 倍和 13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **盈利预测：**

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4386.03	5454.03	6849.72	8536.80
增长率 (%)	20.27%	24.35%	25.59%	24.63%
归属母公司股东净利润	861.53	1030.25	1269.07	1546.00

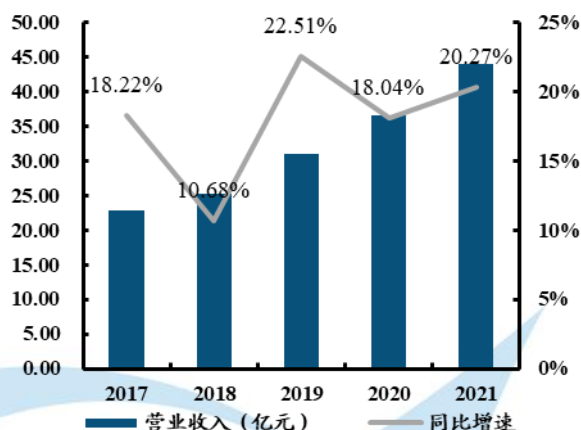
增长率 (%)	7.15%	19.58%	23.18%	21.82%
每股收益 (EPS) (元)	0.92	1.09	1.34	1.63

数据来源: wind, 中航证券研究所

- 风险提示: 行业竞争加剧, 产业技术快速迭代升级。

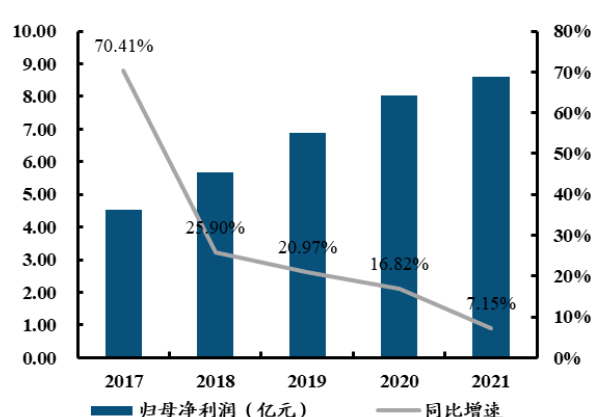
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司 2017-2021 营业收入及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司 2017-2021 归母净利润及增速情况



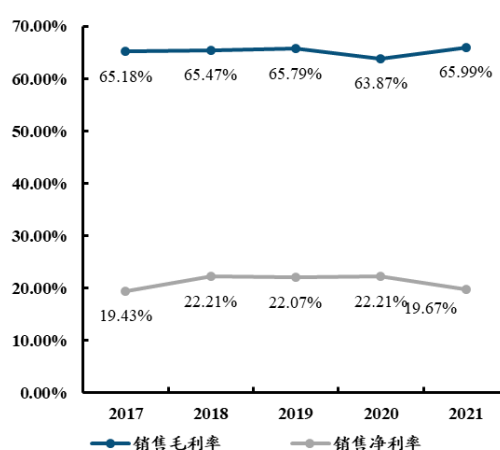
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司 2017-2021 三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司 2017-2021 毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表：启明星辰盈利预测（单位：百万元）

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4386.03	5454.03	6849.72	8536.80	货币资金	1354.50	1757.04	2403.48	3178.57
营业成本	1491.78	1878.91	2359.73	2940.93	应收和预付款项	3246.27	4034.15	5066.48	6314.36
营业税金及附加	41.96	52.17	65.52	81.66	存货	474.21	618.22	797.08	1013.29
销售费用	1102.32	1340.06	1681.61	2094.08	其他流动资产	1492.26	1444.51	1455.10	1467.90
管理费用	1060.71	1274.06	1577.49	1956.63	长期股权投资	163.62	180.62	198.62	218.62
财务费用	-10.20	1.81	2.27	2.83	投资性房地产	224.86	224.86	224.86	224.86
资产减值损失	-18.88	-10.00	-10.00	-10.00	固定资产和在建工程	569.87	524.40	478.89	433.38
投资收益	49.09	152.00	156.00	160.00	无形资产和开发支出	927.88	875.25	820.01	762.15
公允价值变动损益	50.92	50.92	50.92	50.92	其他非流动资产	482.92	481.81	480.71	479.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	8936.37	10140.85	11925.23	14092.74
营业利润	936.09	1119.94	1380.02	1681.59	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.12	2.00	2.00	2.00	应付和预收款项	1703.76	2138.74	2686.04	3347.61
利润总额	938.21	1121.94	1382.02	1683.59	长期借款	1.26	1.26	1.26	1.26
所得税	75.45	90.23	111.14	135.40	其他负债	493.65	249.02	276.24	309.13
净利润	862.75	1031.71	1270.87	1548.19	负债合计	2198.66	2389.02	2963.54	3658.00
少数股东损益	1.22	1.46	1.80	2.20	股本	933.58	947.91	947.91	947.91
归属母公司股东净利润	861.53	1030.25	1269.07	1546.00	资本公积	2018.67	2018.67	2018.67	2018.67
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	留存收益	4033.42	5012.65	6220.72	7691.57
经营活动现金流净额	317.84	266.16	550.80	692.15	归属母公司股东权益	6721.58	7734.24	8942.30	10413.15
投资活动现金流净额	-109.52	155.92	158.92	160.92	少数股东权益	16.13	17.59	19.40	21.59
筹资活动现金流净额	-228.91	-19.53	-63.27	-77.97	股东权益合计	6737.71	7751.83	8961.70	10434.74
现金流量净额	-21.17	402.54	646.44	775.09	负债和股东权益合计	8936.37	10140.85	11925.23	14092.74

数据来源：wind，中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：预计未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。