

分析师：唐月
 登记编码：S0730512030001
 tangyue@ccnew.com 021-50586737

疫情暂时承压，与移动的协同效应将逐步显现

——启明星辰(002439)业绩预告点评报告

证券研究报告-公司点评报告

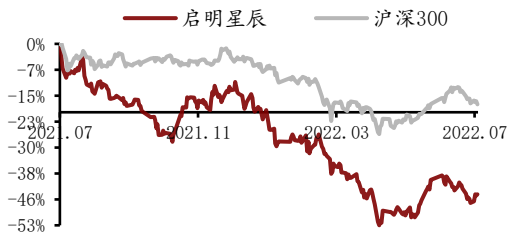
买入(维持)
市场数据(2022-07-22)

发布日期：2022年07月23日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 18.88 |
| 一年内最高/最低(元) | 33.09/16.05 |
| 沪深 300 指数 | 4,236.06 |
| 市净率(倍) | 2.70 |
| 流通市值(亿元) | 138.94 |

基础数据(2022-03-31)

| | |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元) | 7.10 |
| 每股经营现金流(元) | -0.05 |
| 毛利率(%) | 68.51 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | -1.47 |
| 资产负债率(%) | 22.12 |
| 总股本/流通股(万股) | 94,791.39/72,441.25 |
| B股/H股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深 300 指数表现


资料来源：聚源数据，中原证券

相关报告

《启明星辰(002439)公司点评报告：全年实现高质量增长，数字安全发展可期》 2022-01-28

《启明星辰(002439)公司深度分析：积极投入迎接产业发展机遇，多领域加速成长可期》 2021-08-26

《启明星辰(002439)公司深度分析：订单重回正增长，积极投入迎接行业新机遇》 2020-08-11

联系人：马巍琦
电话：021-50586973
地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
邮编：200122
投资要点：

公司发布了 2022 年中报业绩预告：上半年公司归母净利润亏损 2.4-2.6 亿元，扣非净利润亏损 2.7-2.9 亿元。

- **上半年公司收入同比持平且略有增长，疫情影响明显小于 2020H1。**对比来看 2020 年上半年，公司收入同比下滑 14.45%，而 2021H1 由于建党 100 周年因素行业处于高景气度时期，因而对比来看 2022 上半年公司受到疫情的影响是明显小于 2020 年的。其中疫情对安全集成业务影响较大，在剔除安全集成项目硬件收入以后，公司收入同比增长 15%-18%，也是明显好于 2020H1 -2% 的增速水平。此外，公司 6 月订单增速呈现出快速恢复的趋势，下半年随着第九版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》的出台，各地对防疫的限制实现了较大程度的放松，也有助于公司项目的推进和实施。

- **2021 年人员投入较快，造成了上半年盈利能力下滑。**公司收入增长的同时，上半年亏损面较上年同期扩大了 13267.52 万元-15267.52 万元，盈利能力下滑较为明显，这是网安企业当前面临的普遍问题，分层来看：

(1) **毛利率：**上半年公司毛利率 66%-68%，较 Q1 68.51% 的毛利率略有下滑，但是较 2021 年全年 65.99% 和 2021H1 60.83% 的毛利率水平都有明显的提升，我们认为主要源于收入结构中低毛利安全集成业务占比下滑导致的。

(2) **股权激励：**上半年公司股权激励费用约 3500 万元，较 2021H1 的 3840 万元略有下滑。

(3) **人员成本：**2021 年公司为了进行技术和营销上的强投入，人员同比增长 22.41%，超过了公司历年的人员增速水平，因而也会给 2022 年带来较大的费用压力，我们认为这也是公司上半年盈利能力下滑的主要原因。但是考虑到人员成本季度分布的均衡型和公司收入的季节性，我们认为随着下半年生产经营活动的恢复，全年来看这部分成本压力会持续减弱，并带动整体业绩指标的回升。

- **四大新业务来看：**

(1) **安全运营：**获得的最大变量是移动给该业务的赋能作用，由于移动拥有全国城市运营资源，将给公司安全运营业务的发展和布局助力。

(2) **数据安全：**数据安全 1.0 对应的传统产品和服务继续保持龙头地位；在数据安全 2.0 方面，通过标杆项目的实施和杭州数据安全总部的

建立得到赋能,全周期的数据安全治理能力进一步成熟;在数据安全 3.0 方面,新推出的数据绿洲安全体系已经与“算力和网络安全底座”、“业务安全需求”并轨,在项目中逐渐落地。

(3) 云安全:通过近一年的加强投入,进一步提升了云安全产品全方位的能力体系,在多云系统、安全编排与自动化响应、信创支撑等方面取得明显效果,在运营商、政府、金融、能源等行业屡获订单。

(4) 工控安全:根据 Frost & Sullivan 数据,公司工业防火墙产品以 33.3%的份额连续 4 年位居国内市场第一。同时根据赛迪顾问最新数据,公司 2020 年在工业防火墙、工业网闸、工业 IDS、工业态势感知系统、工控漏扫 5 个产品位列市场第一,在工控主机安全、工控安全审计产品继续位居行业领导者地位。

- 2022 年 6 月 18 日,公司公告拟向中移资本非公开发行 28437 万股股份,占非公开发行后总股本比例 23.08%,涉及认购价款 41.43 亿元。同时公司控股股东王佳、严立将放弃其持有 8.58%的股权的表决权,公司控股股东将变更为中移资本,而公司实际控制人将变更为中国移动。此次股权变更涉及的投资金额也创出了网络安全行业历史的新高,也是移动在 IT 行业投资中首次成为控股股东。随着近年来运营商在云网融合业务上的持续发力,这些新业务已经成为拉动其增长的主要动力,而移动 2020 年以来也持续加大了对 IT 领域的投资来支撑新业务的发展。而从公司角度看,此次收购除了让公司获得股东背景、资金、订单等方面的支持以外,在产品业务场景应用上将得到极大的扩充,进而有望在产品能力层面实现质的提升。
- 移动的落单进度加快,对公司业务助推作用将逐渐展现。7 月 13 日公司公众号发布消息,公司与移动陕西地区分公司就建设某市“雪亮工程”项目达成战略合作,合作金额 8000 余万元,公司作为唯一入围的安全企业,承担了全部的网络安全设备产品。7 月 15 日,在移动《2022 年至 2024 年 Web 应用防火墙(WAF)设备集中采购》中,公司以 27%的份额成为第 2 中标候选人,中标金额 997 万元。考虑到移动投资事宜的进度问题,我们认为移动与公司的合作有望在定增完成以后得到更加全面的推进。考虑到 2022 年经济疫情形势带来的影响,金融、电信普遍成为了今年网络安全企业重点发展的客户,因而对于公司来说当前时点与移动的战略合作显得尤为重要。
- 同行对比来看,公司在同行中 Q1 的收入增速偏慢,但是考虑到 Q1 收入占比低,季节性扰动因素影响大,所以对全年指导意义不强。Q1 行业普遍出现亏损,从亏损金额来看,公司远好于同收入量级的公司。半年报方面,现在仅有公司与天融信两家公布了业绩预告,虽然天融信 22-26%的收入增速较公司优势明显,但我们同时注意到天融信有一笔 1.90 亿元的收入在 2021 年延期确认,目前尚不清楚有多少在上半年进行了确认。
- 维持对公司“买入”的投资评级。我们看好网络安全和数字安全赛道,同时对移动入主公司的前景充满期待。暂不考虑本次定增

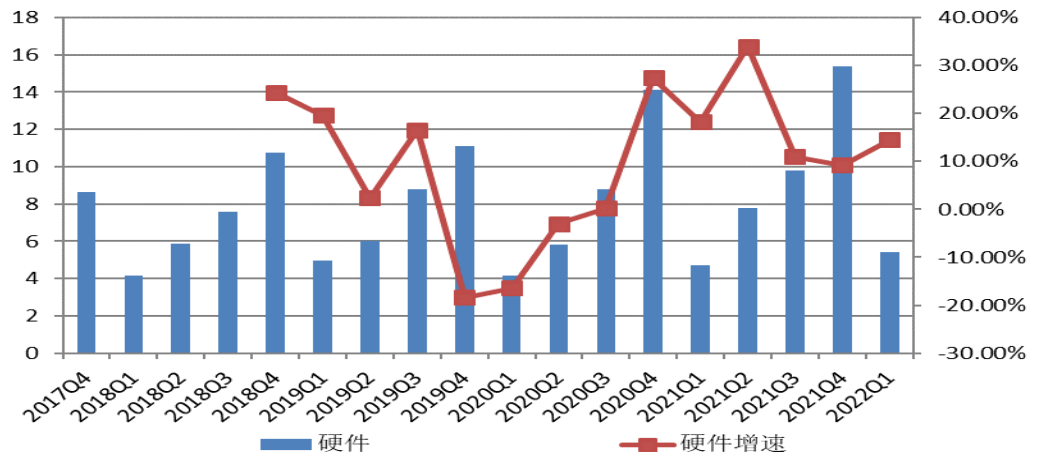
对股本的影响，预计 22-24 年公司 EPS 分别为 1.09 元、1.43 元、1.79 元，按 7 月 22 日收盘价 18.88 元计算，对应 PE 为 17.28 倍、13.17 倍、10.57 倍。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格持续上涨；疫情影响政府财政预算。

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,647 | 4,386 | 5,279 | 6,836 | 8,573 |
| 增长比率 (%) | 18.0 | 20.3 | 20.4 | 29.5 | 25.4 |
| 净利润(百万元) | 804 | 862 | 1,035 | 1,359 | 1,693 |
| 增长比率 (%) | 16.8 | 7.1 | 20.2 | 31.2 | 24.7 |
| 每股收益(元) | 0.85 | 0.91 | 1.09 | 1.43 | 1.79 |
| 市盈率(倍) | 22.3 | 20.8 | 17.3 | 13.2 | 10.6 |

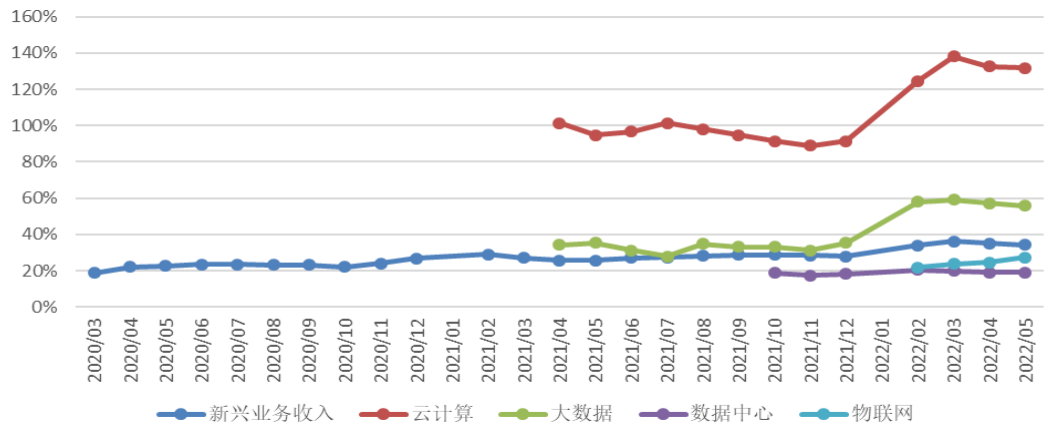
资料来源：Wind，中原证券

图 1: 2017Q4-2022Q1 我国安全硬件规模及增速 (亿美元)



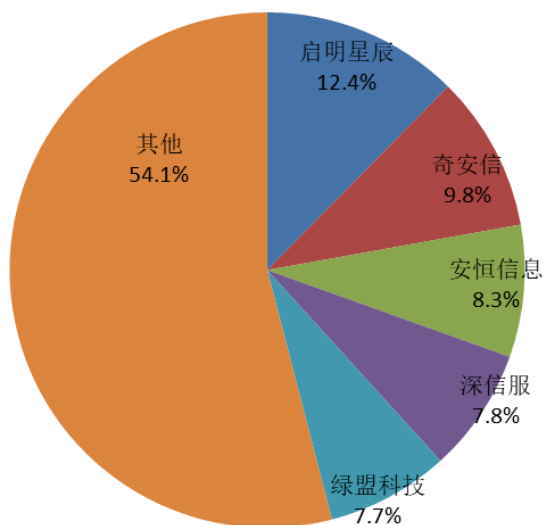
资料来源: IDC, 中原证券

图 2: 2020-2022 年 通信行业新兴业务累计收入增速



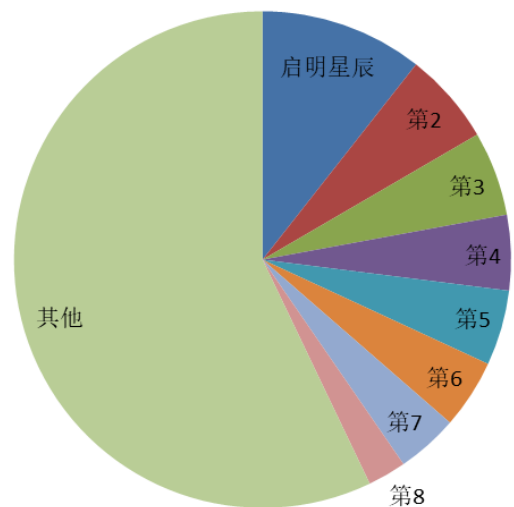
资料来源: 工信部, 中原证券

图 3: 2021 年中国托管安全市场厂商份额



资料来源: IDC, 中原证券

图 4: 2021 年中国数据安全市场厂商份额



资料来源: 赛迪顾问, 中原证券

表 1: 近年来中国移动在 IT 行业内的主要股权投资情况

| 公告时间 | 标的 | 购买方 | 金额 (亿元) | 股权比例 | 备注 |
|------------|------|--------------|------------|---------|------------|
| 2012.8.24 | 科大讯飞 | 中国移动 | 13.63 | 15% | 第二大股东, 定增 |
| 2016.12.16 | 迪普科技 | 中移创新 | 2 | 4.55% | 第七大股东, 上市前 |
| 2018.5.24 | 优刻得 | 中移资本 | 5.00 | 5.0016% | 第七大股东, 上市前 |
| 2018.10.15 | 优刻得 | 中移创新 | | 0.87% | 上市前 |
| 2020.4.15 | 亚信科技 | 中国移动国际控股有限公司 | 13.85 (港币) | 19.78% | 第二大股东, 定增 |
| 2020.11.7 | 华宇软件 | 中移资本 (中国移动) | 9.065 | 5.028% | 第二大股东 |
| 2021.1.28 | 东方通 | 中国移动 | 5.00 | 4.59% | 第二大股东, 失败 |
| 2021.3.27 | 大华股份 | 中国移动 | 51.00 | 9.437% | 第二大股东, 定增 |
| 2021.10.23 | 中际旭创 | 中移投资 | 5.00 | 2.01% | 第六大股东, 定增 |
| 2022.6.18 | 启明星辰 | 中移资本 (中国移动) | 41.43 | 23.08% | 控股股东, 定增 |

资料来源: 上市公司公告, 中原证券

表 2: 2018 年以来公司参与的中移动中标项目的入围情况

| 产品 | 项目 | 中标时间 | 各个标段入围情况 |
|--------|--|---------|---------------------------------|
| WAF 硬件 | 中国移动 2018 年至 2020 年 Web 应用防火墙 (WAF) 设备集中采购 | 2018.11 | 迪普、启明星辰 |
| | 中国移动 2020 年至 2022 年 Web 应用防火墙 (WAF) 设备集中采购 | 2020.8 | 迪普、山石网科 |
| | 中国移动 2022 年至 2024 年 Web 应用防火墙 (WAF) 设备集中采购 | 2022.7 | 山石网科、启明星辰、迪普科技 |
| 漏洞扫描 | 中国移动 2019 年至 2020 年安全漏洞扫描器产品集中采购 | 2019.5 | 系统安全漏洞: 启明星辰、迪普 Web 漏洞: 安恒信息 |
| | 中移动信息 2020-2021 年安全产品二级集中采购项目-安全缺陷检查工具 | 2020.12 | 迪普 |
| | 中国移动 2021 年至 2023 年安全漏洞扫描软件集中采购 | 2021.4 | 天融信、迪普 |

资料来源: 中国移动, 中原证券

表 3: 综合安全厂商 2022 半年报业绩增速对比

| 公司 | 2022H1 | | | | | 2022Q1 | | | | 2021 |
|------|---------|----------------|--------------|---------|----|--------|------|--------|-------|------|
| | 收入增速 | 净利润 | 净利润增速 | 毛利率 | 订单 | 收入增速 | 净利润 | 净利润增速 | 毛利率 | 员工增速 |
| 迪普科技 | | | | | | 10% | 0.45 | -3% | 68% | 5% |
| 安博通 | | | | | | 20% | -0.2 | -690% | 51% | 57% |
| 天融信 | 22%-26% | 亏 1.95~2.15 | 下降 7%-18% | 67% | 持平 | 43% | -0.6 | 32% | 67.6% | 17% |
| 山石网科 | | | | | | 53% | -0.7 | 14% | 61.7% | 34% |
| 亚信安全 | | | | | | 10% | -0.8 | -6824% | 49% | 26% |
| 启明星辰 | 略增长 | 亏 2.4~2.6 | 下降 124%-142% | 66%-68% | - | 12% | -1.0 | -29% | 68.5% | 22% |
| 绿盟科技 | | | | | | 35% | -1.1 | -152% | 63% | 30% |
| 安恒信息 | | | | | | 27% | -2.0 | -50% | 51% | 33% |
| 深信服 | | | | | | 5% | -5.2 | -439% | 59% | 18% |
| 奇安信 | | | | | | 45% | -6.0 | -10% | 59% | 24% |

资料来源: 上市公司公告, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表 (百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 6396 | 6567 | 9474 | 11963 | 14336 |
| 现金 | 1469 | 1354 | 3217 | 4166 | 5225 |
| 应收票据及应收账款 | 2792 | 3084 | 3988 | 5171 | 6314 |
| 其他应收款 | 114 | 112 | 160 | 193 | 250 |
| 预付账款 | 51 | 50 | 72 | 85 | 112 |
| 存货 | 372 | 474 | 544 | 856 | 944 |
| 其他流动资产 | 1598 | 1492 | 1492 | 1492 | 1492 |
| 非流动资产 | 1970 | 2369 | 2362 | 2412 | 2565 |
| 长期投资 | 151 | 164 | 182 | 201 | 222 |
| 固定资产 | 291 | 569 | 639 | 749 | 870 |
| 无形资产 | 219 | 223 | 137 | 48 | 49 |
| 其他非流动资产 | 1309 | 1413 | 1405 | 1414 | 1424 |
| 资产总计 | 8367 | 8936 | 11836 | 14375 | 16901 |
| 流动负债 | 2282 | 2055 | 3935 | 5148 | 5995 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 1033 | 1862 | 1801 |
| 应付票据及应付账款 | 1126 | 885 | 1535 | 1793 | 2484 |
| 其他流动负债 | 1156 | 1169 | 1367 | 1493 | 1710 |
| 非流动负债 | 86 | 144 | 141 | 144 | 160 |
| 长期借款 | 0 | 1 | -2 | 1 | 18 |
| 其他非流动负债 | 86 | 143 | 143 | 143 | 143 |
| 负债合计 | 2368 | 2199 | 4076 | 5292 | 6155 |
| 少数股东权益 | 14 | 16 | 12 | 10 | 12 |
| 股本 | 934 | 934 | 948 | 948 | 948 |
| 资本公积 | 1942 | 2019 | 2019 | 2019 | 2019 |
| 留存收益 | 3220 | 4033 | 5018 | 6319 | 7941 |
| 归属母公司股东权益 | 5984 | 6722 | 7748 | 9073 | 10734 |
| 负债和股东权益 | 8367 | 8936 | 11836 | 14375 | 16901 |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 658 | 318 | 891 | 266 | 1279 |
| 净利润 | 810 | 863 | 1031 | 1357 | 1695 |
| 折旧摊销 | 119 | 144 | 144 | 147 | 74 |
| 财务费用 | -2 | -10 | 5 | 39 | 49 |
| 投资损失 | -42 | -49 | -47 | -61 | -77 |
| 营运资金变动 | -259 | -675 | -197 | -1158 | -411 |
| 其他经营现金流 | 33 | 46 | -46 | -58 | -51 |
| 投资活动现金流 | -857 | -110 | -44 | -78 | -99 |
| 资本支出 | 230 | 460 | -25 | 31 | 132 |
| 长期投资 | -60 | 12 | -18 | -21 | -21 |
| 其他投资现金流 | -688 | 363 | -87 | -68 | 12 |
| 筹资活动现金流 | -20 | -229 | -17 | -68 | -60 |
| 短期借款 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -850 | 1 | -3 | 3 | 16 |
| 普通股增加 | 37 | 0 | 14 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1053 | 77 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -259 | -307 | -29 | -71 | -77 |
| 现金净增加额 | -221 | -21 | 830 | 120 | 1120 |

资料来源: Wind, 中原证券

| 利润表 (百万元) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 3647 | 4386 | 5279 | 6836 | 8573 |
| 营业成本 | 1318 | 1492 | 1795 | 2468 | 3172 |
| 营业税金及附加 | 34 | 42 | 50 | 65 | 82 |
| 营业费用 | 796 | 1102 | 1323 | 1587 | 1905 |
| 管理费用 | 162 | 215 | 247 | 284 | 347 |
| 研发费用 | 643 | 846 | 998 | 1247 | 1547 |
| 财务费用 | -2 | -10 | 5 | 39 | 49 |
| 资产减值损失 | -7 | -19 | -23 | -29 | -37 |
| 其他收益 | 204 | 225 | 271 | 350 | 439 |
| 公允价值变动收益 | 49 | 51 | 46 | 58 | 51 |
| 投资净收益 | 42 | 49 | 47 | 61 | 77 |
| 资产处置收益 | 1 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 902 | 936 | 1122 | 1482 | 1855 |
| 营业外收入 | 1 | 5 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 901 | 938 | 1122 | 1482 | 1855 |
| 所得税 | 91 | 75 | 90 | 125 | 160 |
| 净利润 | 810 | 863 | 1031 | 1357 | 1695 |
| 少数股东损益 | 6 | 1 | -4 | -2 | 1 |
| 归属母公司净利润 | 804 | 862 | 1035 | 1359 | 1693 |
| EBITDA | 1016 | 1070 | 1269 | 1665 | 1975 |
| EPS (元) | 0.85 | 0.91 | 1.09 | 1.43 | 1.79 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 18.0 | 20.3 | 20.4 | 29.5 | 25.4 |
| 营业利润 (%) | 21.8 | 3.7 | 19.9 | 32.1 | 25.2 |
| 归属母公司净利润 (%) | 16.8 | 7.1 | 20.2 | 31.2 | 24.7 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 63.9 | 66.0 | 66.0 | 63.9 | 63.0 |
| 净利率 (%) | 22.0 | 19.6 | 19.6 | 19.9 | 19.8 |
| ROE (%) | 13.5 | 12.8 | 13.3 | 15.0 | 15.8 |
| ROIC | 13.4 | 12.5 | 11.7 | 12.6 | 13.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 28.3 | 24.6 | 34.4 | 36.8 | 36.4 |
| 净负债比率 (%) | -23.7 | -18.7 | -27.0 | -24.3 | -30.8 |
| 流动比率 | 2.8 | 3.2 | 2.4 | 2.3 | 2.4 |
| 速动比率 | 2.6 | 2.9 | 2.2 | 2.1 | 2.2 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转率 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 应付账款周转率 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.85 | 0.91 | 1.09 | 1.43 | 1.79 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.69 | 0.21 | 0.94 | 0.28 | 1.35 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 6.31 | 7.09 | 8.16 | 9.56 | 11.31 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 22.26 | 20.77 | 17.28 | 13.17 | 10.57 |
| P/B | 2.99 | 2.66 | 2.31 | 1.98 | 1.67 |
| EV/EBITDA | 14.71 | 14.25 | 11.35 | 8.59 | 6.68 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。