

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

与移动的对接在快速推进中

——启明星辰(002439)公司中报分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(维持)

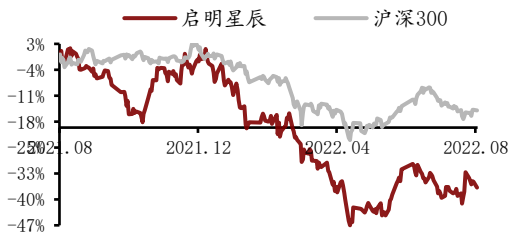
市场数据(2022-08-16)

收盘价(元)	19.22
一年内最高/最低(元)	30.63/16.05
沪深 300 指数	4,177.84
市净率(倍)	2.81
流通市值(亿元)	139.23

基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	6.85
每股经营现金流(元)	-0.40
毛利率(%)	67.15
净资产收益率_摊薄(%)	-3.85
资产负债率(%)	22.73
总股本/流通股(万股)	94,791/72,441
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，中原证券

相关报告

《启明星辰(002439)公司点评报告:疫情暂时承压,与移动的协同效应将逐步显现》

2022-07-23

《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

联系人：马焱琦

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：上半年收入 12.14 亿元，同比增长 0.18%；归母净利润 -2.50 亿元，同比下滑 132.90%；扣非净利润-2.82 亿元，同比下滑 115.93%。

- 上半年公司剔除网络安全集成项目硬件后的业务收入较上年同期增长 16.28%，在疫情下仍然维持了不错的增长水平，公司 6 月、7 月订单在快速恢复的过程中。
- 受到 2021 年员工数量快速增长的影响，上半年公司销售费用、研发费用同比分别增长 28%、23.1%。全年费用预计还将保持 20% 的增速水平，但是费用会向研发的倾斜，同时收窄前场投入。
- 分区域来看，华东下滑了 13.28%，偶发性集成业务影响下，东北和西北分别下滑了 73.78%、1.85%。
- 分行业来看，公司金融、电信、能源都维持较为正常的发展节奏，政府市场上半年出现下滑，但 6、7 月在持续回暖中。
- 新业务中，安全运营有望获得移动城市运营资源赋能；数据安全获得数据泄露事件助推成为红线刚需；云安全管理平台实现 300% 的增速，安全云有望和移动实现联合创新。
- 在发布定增公告以后的 2 个月时间里，公司高层团队已经与移动展开了 30 多场沟通交流，公司与中移深圳和中移国际签署了战略合作协议，有 5 个项目签单落地，总金额达到 1.7 亿元。
- 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。暂不考虑定增对股本的影响，预计 22-24 年公司 EPS 分别为 1.08 元、1.34 元、1.70 元，按 8 月 16 日收盘价 19.22 元计算，对应 PE 为 17.79 倍、14.32 倍、11.28 倍。

风险提示：行业竞争加剧；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	6,625	8,308
增长比率 (%)	18.0	20.3	20.4	25.5	25.4
净利润(百万元)	804	862	1,024	1,272	1,615
增长比率 (%)	16.8	7.1	18.9	24.3	27.0
每股收益(元)	0.85	0.91	1.08	1.34	1.70
市盈率(倍)	22.7	21.1	17.8	14.3	11.3

资料来源：Wind，中原证券

内容目录

1. 季度数据：Q4 业务的恢复情况需要重点关注	3
2. 费用数据：全年或将保持 20% 的费用增速水平	4
3. 分区域数据：华中、华南表现亮眼，华东、东北、西北收入下滑	5
4. 分行业数据：政府业务受到影响较大，在持续回暖过程中	6
5. 分产品数据：集成业务下滑带来安全产品毛利率的提升	7
6. 四大新业务	8
6.1. 安全运营：业务重点聚焦在质量提升，移动进行城市资源赋能	8
6.2. 数据安全：多起数据泄露事件，推动数据安全成为红线刚需	9
6.3. 云安全：有望在安全云方面有新作为	10
6.4. 工控安全：连续 4 年位居行业第一	11
7. 看好移动给公司政企资源和云能力的提升作用	11
8. 同行比较	13
9. 投资建议	14
10. 风险提示	14

图表目录

图 1：2018Q1-2022Q2 公司单季度收入及净利润增长情况	3
图 2：2017-2021 公司历年收入的季节分布情况	3
图 3：2013-2022H1 公司员工数量及增速	4
图 4：2014-2022H1 公司三大费用增速情况	4
图 5：2013-2022H1 公司研发投入及增速情况	5
图 6：2022H1 公司分区域收入结构	5
图 7：2019-2022H1 公司分区域收入增速	5
图 8：2010-2022H1 公司分区域毛利率情况	6
图 9：2022H1 迪普科技上半年分行业收入增速	7
图 10：2022H1 公司分产品收入结构	8
图 11：2018-2022H1 公司分产品收入及增速	8
图 12：2018-2022H1 公司分业务毛利率情况	8
图 13：2021 年中国托管安全市场厂商份额	9
图 14：2020 年中国数据安全市场厂商份额	9
图 15：2018-2022H1 移动云收入及增速（亿元）	10
图 16：2021 年工业防火墙市场竞争格局	11
图 17：2020-2022 年 通信行业新兴业务累计收入增速	12
表 1：公司定义的数据安全发展三阶段	10
表 2：近年来中国移动在 IT 行业内的主要股权投资情况	11
表 3：2022 年公司与中国移动合作推进情况	12
表 4：2018 年以来公司参与的中移动中标项目的入围情况	13
表 5：综合安全厂商 2022 半年报业绩增速对比	13

公司发布了2022年中报业绩：上半年公司收入12.14亿元，同比增长0.18%；公司归母净利润-2.50亿元，同比下滑132.90%；公司扣非净利润-2.82亿元，同比下滑115.93%。

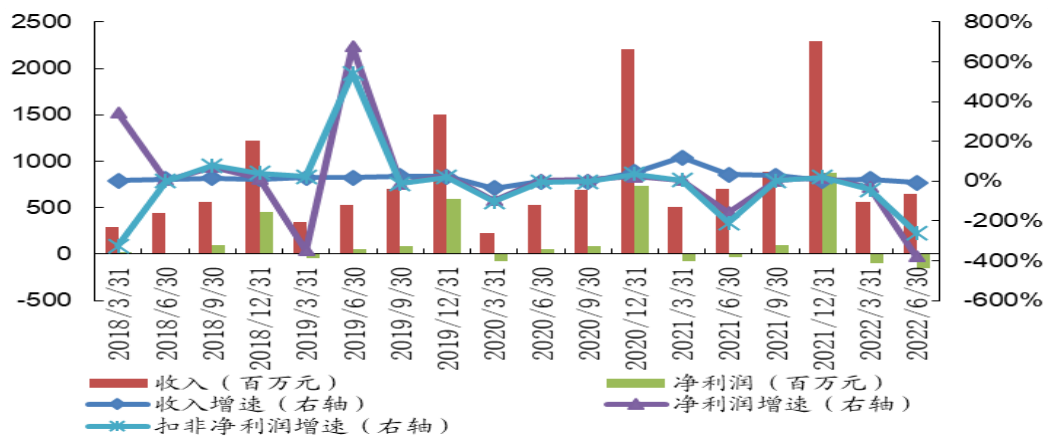
从半年报情况来看，净利润位于业绩预告的中位水平。

1. 季度数据：Q4业务的恢复情况需要重点关注

2022Q2公司收入6.50亿元，同比下滑7.98%，净利润-1.52亿元，同比下滑377.96%，扣非净利润-1.60亿元，同比下滑259.98%。

上半年公司剔除网络安全集成项目硬件后的业务收入较上年同期增长16.28%，在疫情下仍然维持了不错的增长水平。

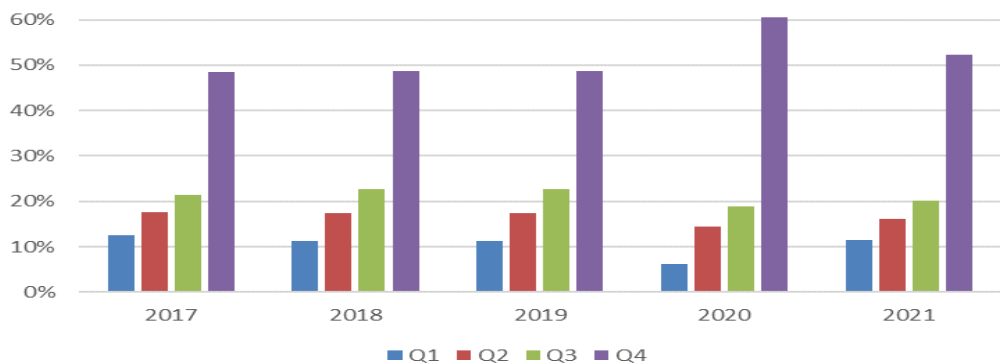
图1：2018Q1-2022Q2公司单季度收入及净利润增长情况



资料来源：公司公告，中原证券

从公司2021年收入的季节性分布来看，Q1-Q4的收入占比分别为12%、16%、20%、52%，Q4的收入确认情况对全年起到了至关重要的作用。

图2：2017-2021公司历年收入的季节分布情况



资料来源：公司公告，中原证券

公司6月、7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，重要城市经济持续恢复，也更

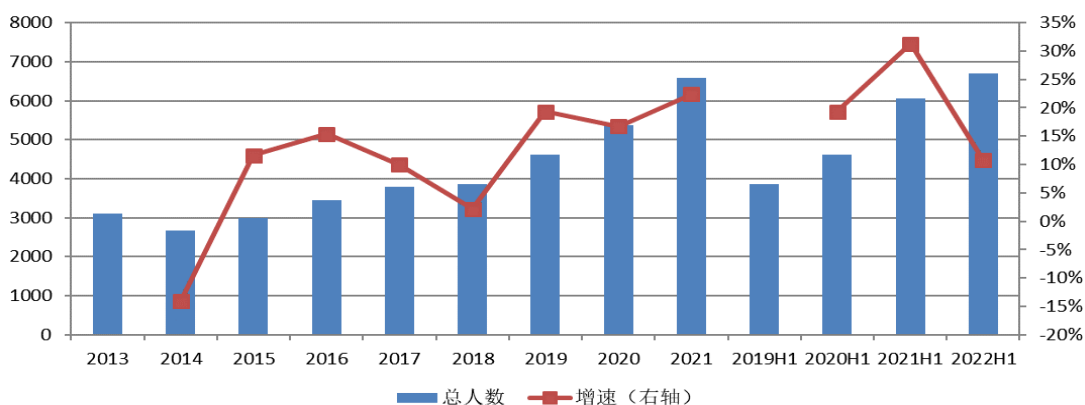
加有助于公司项目的推进和实施。

此外，考虑到公司与移动后续协同效应的逐步显现，我们认为来自移动的相关业务的合作将成为公司业务后续发展的重要的增量。

2. 费用数据：全年或将保持 20% 的费用增速水平

2022 年年中，公司员工数量达到 6700 余人，较年初增长约 100 余人，较上年同期增长约 650 余人。这意味着在 2021 年大举招人以后，2022 年公司招聘的步伐已经放缓，但是 2021 年的新增人员还是会给上半年人员支出方面带来较大的压力。

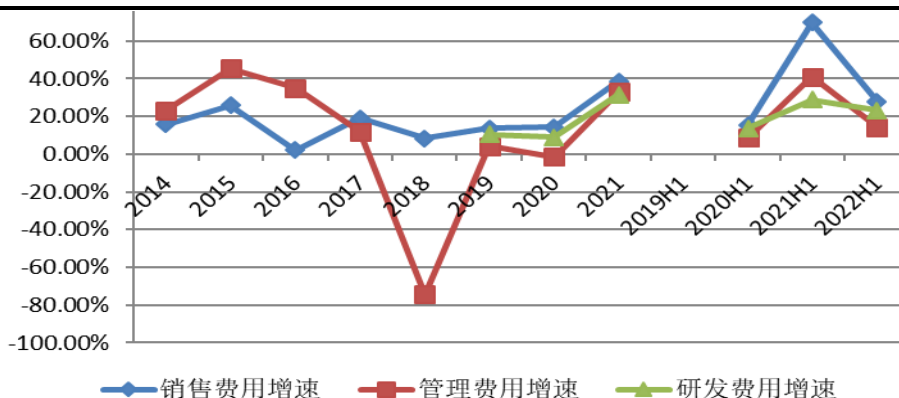
图 3：2013-2022H1 公司员工数量及增速



资料来源：公司公告，中原证券

上半年，公司销售费用、管理费用、研发费用同比分别增长 28%、14.37%、23.10%，其中研发费用和销售费用还处于较高的增长态势中。从 2021 年来看，公司技术和销售分别同比增长 44% 和 19%，对前场营销进行较大的投入。**2022 年来看，公司预计费用还将保持 20% 的增速水平，但是费用会向研发的倾斜，同时收窄在前场的投入。**

图 4：2014-2022H1 公司三大费用增速情况

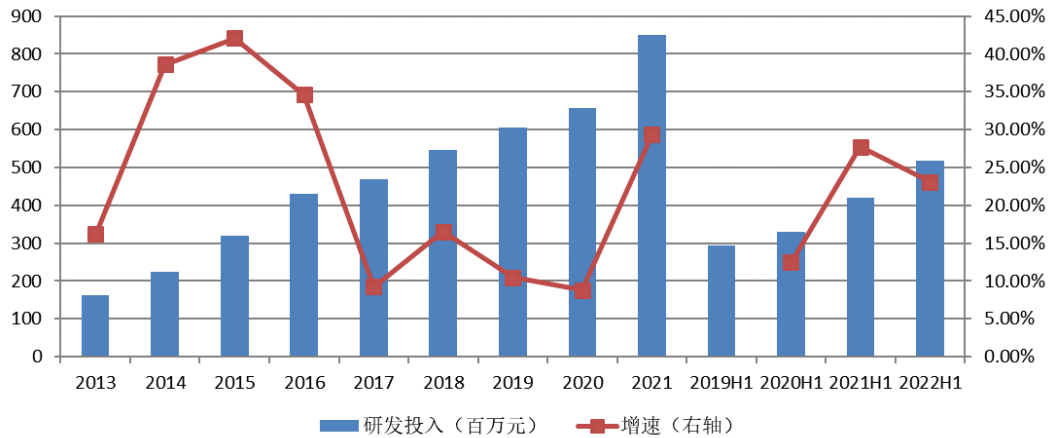


资料来源：公司公告，中原证券

上半年公司研发投入 5.18 亿元，同比增长 23.13%，还是处于比较高的增长水平。**考虑到**

移动控股的因素，公司在研发投入方面还在积极投入，期望能把握更多的发展机遇。

图 5：2013-2022H1 公司研发投入及增速情况



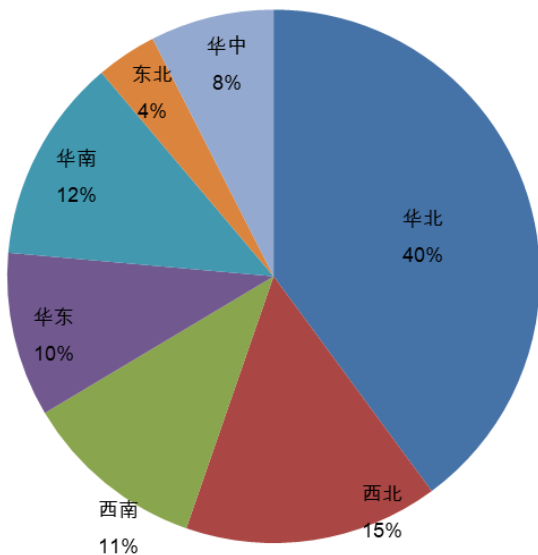
资料来源：公司公告，中原证券

3. 分区域数据：华中、华南表现亮眼，华东、东北、西北收入下滑

分区域来看，2022H1 公司在东北、华东地区受到的影响最大，其中

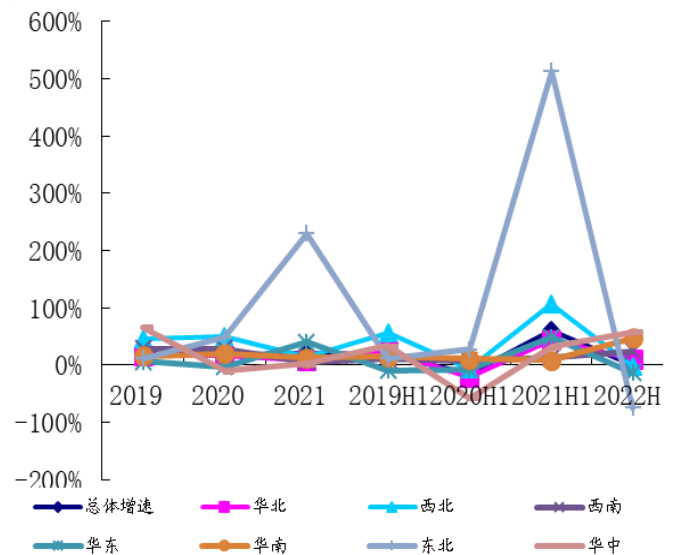
(1) 华东收入下滑了 13.28%，在上海封控了 2 个多月的情况下，仍然处于相对可控的局面，整体毛利也和上年基本持平。

图 6：2022H1 公司分区域收入结构



资料来源：公司公告，中原证券

图 7：2019-2022H1 公司分区域收入增速



资料来源：公司公告，中原证券

(2) 东北地区来看，收入下滑了 73.78%，但是我们看到 2021 年公司在东北业务获得 230% 的增长，主要是源于公司在东北的偶发信创集成业务上取得的重大突破。2022 年由于这一集成业务的波动，给公司东北地区收入增速带来较大的负面影响。同时，公司在东北地区的毛利，

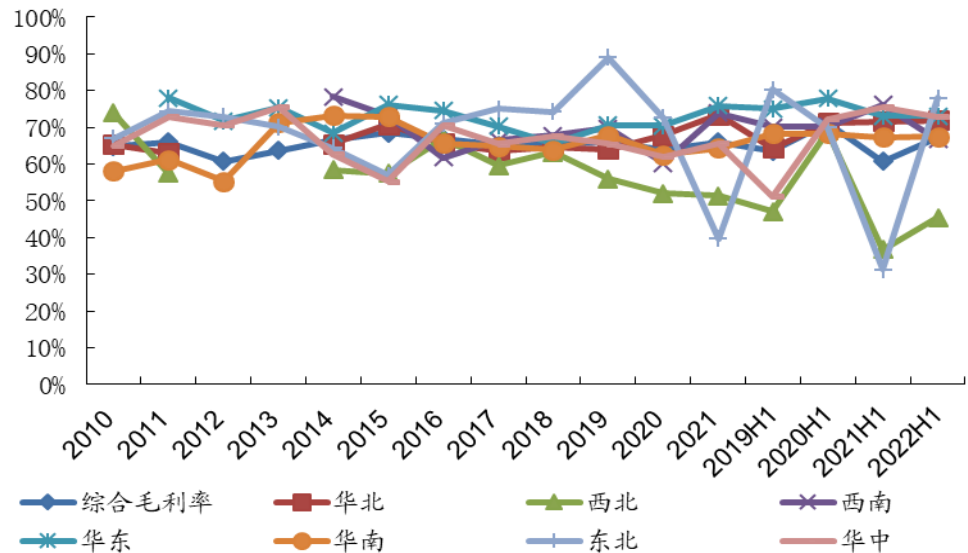
也从上年的 31.30%，提升到了 78.03%。除去这一影响因素，我们看到相较 2019 年而言，公司在东北地区的 3 年收入增速是所有区域中最高的。

(3) 华北作为收入占比最大的区域，上半年收入增长 9.44%，毛利率 72%，较上年同期提升 0.46 个百分点，对公司整体业绩的稳定起到了决定性的作用。

(4) 西北作为公司第二大收入来源区域，上半年略有下滑了 1.85 个百分点，该区域也在 2021H1 获得了较大规模的信创集成业务（收入同比增长 106.92%），2022H1 或受到了信创集成业务减少的影响，因而我们也看到公司毛利率从上年的 36.67% 提升到了今年的 45.48%。

(5) 华南区域同比增长 47.52%，上升到第三大收入来源区域，对公司全年的业务发展起到了积极的拉动作用，同时该区域的毛利率 67.55%，较上年也略有提升 0.26 个百分点。

图 8：2010-2022H1 公司分区域毛利率情况



资料来源：公司公告，中原证券

(5) 华南区域同比增长 47.52%，上升到第三大收入来源区域，对公司全年的业务发展起到了积极的拉动作用，同时该区域的毛利率 67.55%，较上年也略有提升 0.26 个百分点。

(6) 西南区域同比增长 24.24%，保持了不错的增速，但是毛利率略有下滑，从上年同期的 76.24% 下降到 66.6%

(7) 华中区域上半年同比增长了 57.6%，成绩显著。我们看到 2022H1 的收入规模 0.91 亿元，仍然未超过公司 2019H1 1.04 亿元的水平，但是毛利率 72.86% 上较 2019H1 51.27% 有了较为明显的提升。

4. 分行业数据：政府业务受到影响较大，在持续回暖过程中

分行业来看：

(1) 金融、电信、能源等重要行业业务都维持较为正常的发展节奏；

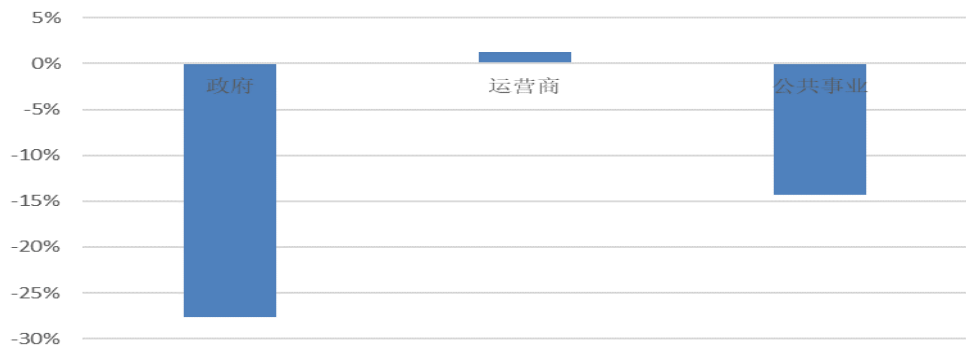
(2) 军工行业订单有所减少，主要因为 2021 是在十四五开年，会有十三五部分项目延迟签单，因而带来短期订单的波动；

(3) 企业市场相对增长较快；

(4) 政府业务在上半年出现下滑，项目延后现象比较明显，但是 6、7 月中标情况来看已经在持续回暖过程中。不同于 2021 年政府集成项目集中上半年，2022 年上半年，公司上半年集成业务较少，但是下半年将会有更多政府集成订单陆续落地。

对比同行来看，我们看到迪普科技上半年来自政府行业收入下滑了 27.67%，也受到了较大的影响，而其运营商也维持了正增长。

图 9：2022H1 迪普科技上半年分行业收入增速



资料来源：迪普科技公告，中原证券

2022 年初，公司成立了 4 大军团，分别对标运营商、金融、电力、央企，这些行业业务的稳定性也给公司在 2022 年的发展起到了至关重要的作用。

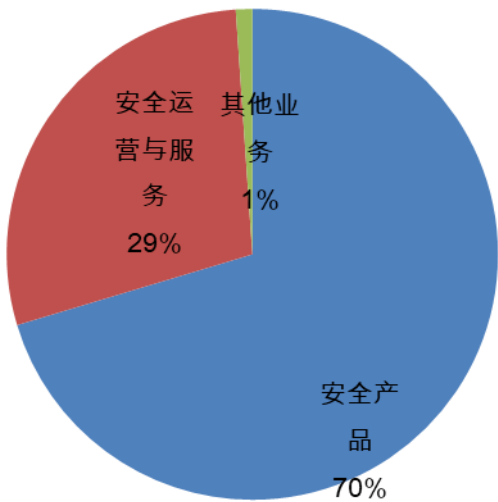
5. 分产品数据：集成业务下滑带来安全产品毛利率的提升

2022 年上半年，公司有 70.35% 的收入来自于安全产品，较上年下滑了 3.07 个百分点，另有 28.57% 的收入来自安全运营与服务，较上年同期上涨了 3.03 个百分点。

从增速上来看，上半年安全产品收入下滑了 4.00%，这一部分下滑我们认为主要是源于上半年公司网络安全集成硬件收入下滑的导致（上半年公司剔除网络安全集成项目硬件后的业务收入较上年同期增长 16.28%）。同时历史数据对比来看，2020 年上半年公司安全产品业务下滑了 24.57%，2022 年这部分业务受到的影响小很多。

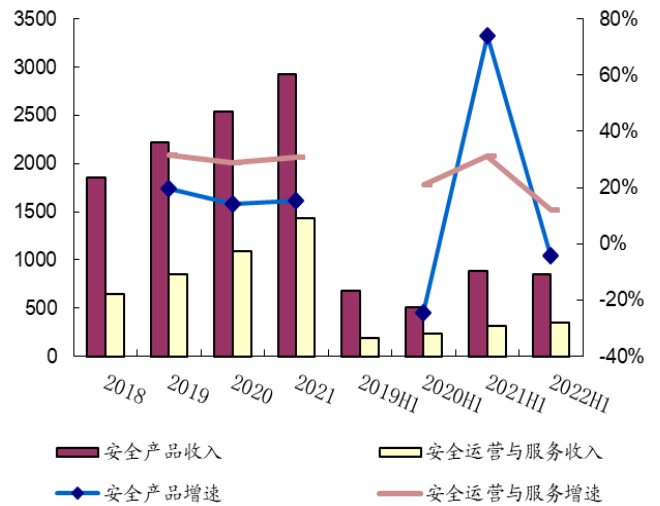
从毛利率情况来看，安全产品业务上半年毛利率 67.03%，较上年同期 56.94% 的水平提升了 10.09 个百分点。由于网络安全集成项目硬件的毛利率较低，这部分收入占比的下滑，对安全产品毛利率的提升产生了积极的影响。

图 10: 2022H1 公司分产品收入结构



资料来源: 公司公告, 中原证券

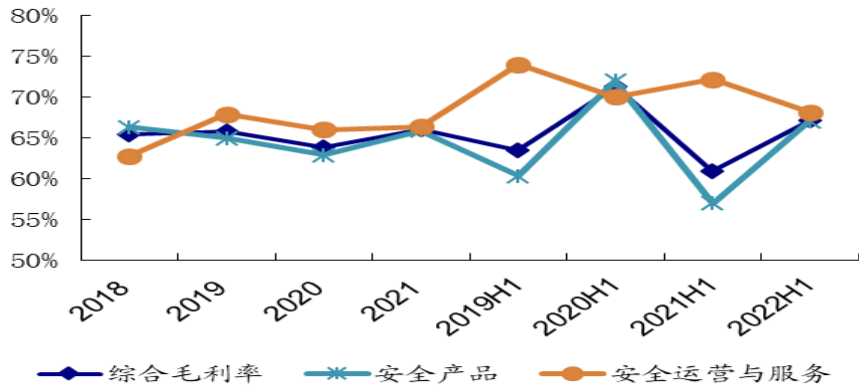
图 11: 2018-2022H1 公司分产品收入及增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

而在安全运营与服务业务上, 2022H1 公司收入增速 12.1%, 对比 2020H1 21.14% 的增速来看, 增速有放缓迹象, 我们认为这一方面是公司安全运营与服务业务体量提升的结果, 另外一方面也受到了地方政府需求释放的影响。该业务上半年的毛利 68.14%, 较上年同期下滑了 4.03 个百分点, 我们认为这主要是疫情对实施进度带来的影响造成的。

图 12: 2018-2022H1 公司分业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 中原证券

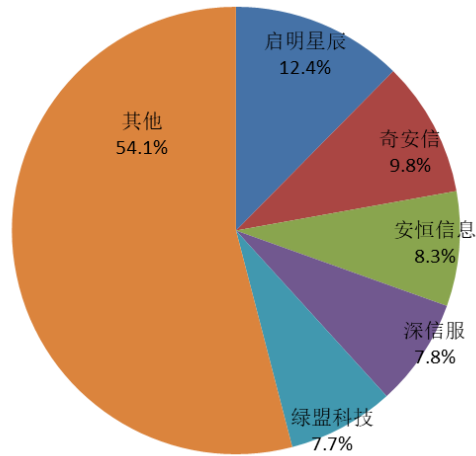
6. 四大新业务

6.1. 安全运营: 业务重点聚焦在质量提升, 移动进行城市资源赋能

2021 年公司安全运营业务还在加快提升覆盖度, 2022 年公司已经将业务重点放在提升质量上, 以网络安全、数据安全、业务安全为三个抓手, 把标准化运营服务做得更加成熟。此外, 2022 年该业务获得的最大变量是移动带来的赋能作用, 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上进行助力。目前双方溢价在沿海城市共同筹划建设安全运

营中心。

图 13: 2021 年中国托管安全市场厂商份额

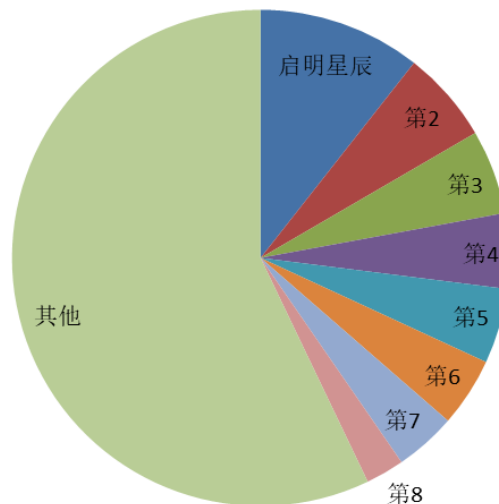


资料来源: IDC, 中原证券

6.2. 数据安全: 多起数据泄露事件, 推动数据安全成为红线刚需

数据安全 1.0 对应的传统产品和服务继续保持龙头地位, 已经连续 6 年获得数据安全产品市场占有率第一。

图 14: 2020 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

在数据安全 2.0 和 3.0 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。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, 形成三位一体(网络安全、数据安全、业务安全)的安全需求新体系和新机制, 在项目中逐渐落地。

表 1: 公司定义的数据安全发展三阶段

阶段	特征	解决方案	差异性
1.0	文件安全和数据库安全	数据库安全审计、数据防泄漏、文档管理及加密、数据备灾、堡垒机	数据承载物就是安全的价值点，主要核心是对外部进行监管，防止外部的入侵。1.0 阶段的数据安全是不具备业务属性和经济属性的，它仅仅是解决数据实体安全技术的阶段。
2.0	数据汇聚安全	实现数据全生命周期的安全管控（数据安全治理、数据分级分类、以身份为中心的访问控制等）	围绕数据安全治理管控平台为中心的技术体系，为用户提供数据运营服务，这个阶段除了技术还搭配了管理机制，形成技术和管理相结合依托平台的治理体系
3.0	数据流通安全	“算法+权利”相结合的方式，业内称之为数据安全屋机制，需要借助第三方权威机构的权威性，比如地方大数据局	考虑到数据本身具有流动性、多样性、可复制性等不同于传统生产要素的特性，以数据流通交换使用为前提的、场景化的安全防护

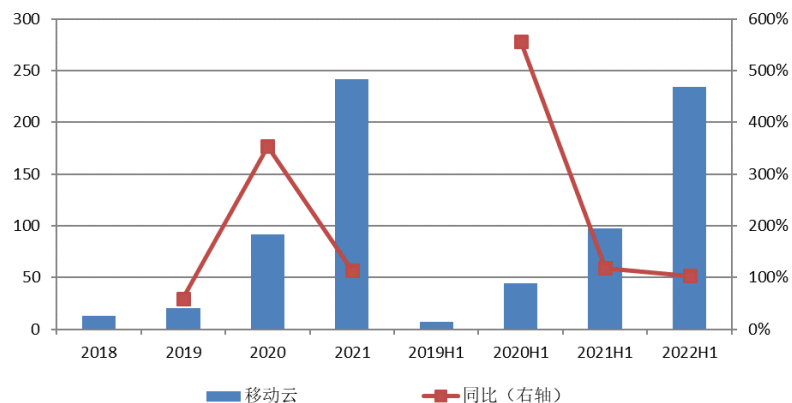
资料来源：公司公众号，中原证券

2022 年国内出现了有多次重要的数据泄露事件，也说明了在数字政府、智慧城市、电子政务等项目建设的背后，数据安全成为了必须要同步建设的核心能力。公司与移动业务的对接，又可以加速公司产品在数据安全领域的推广和应用。

6.3. 云安全：有望在安全云方面有新作为

通过 2021 年的加强投入，在云安全资源池、云安全管理平台以及大型安全服务的分层能力建设方面，构建了全方位的能力体系，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。其中在云安全管理平台方面，公司更是实现 300% 的增速。考虑到移动在云计算领域的深入布局和快速发展，在公司与移动对接以后，双方还有望在安全云方面做更多的联合创新。

图 15: 2018-2022H1 移动云收入及增速（亿元）

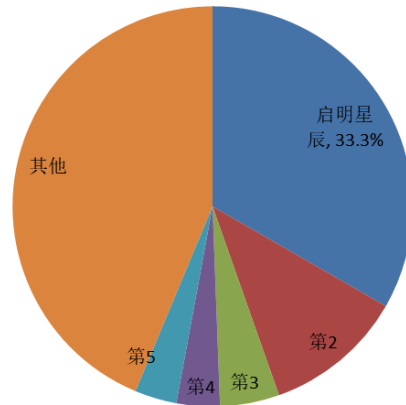


资料来源：中国移动财报，中原证券

6.4. 工控安全：连续 4 年位居行业第一

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。7 月公司还与中移物联网的有限公司协同落地了近 7000 万的项目。

图 16：2021 年工业防火墙市场竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，中原证券

7. 看好移动给公司政企资源和云能力的提升作用

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。

表 2：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

移动的投资需要经过国资委和证监会的审批流程，目前都在顺利的推进过程中。

与此同时，公司已经与移动展开了积极的互动。在公告发布以后的2个月时间里面，公司高层团队已经与移动展开了30多场沟通交流，也通过交流发掘了双方合作的巨大前景。同时在于移动省公司的对接过程中，公司也已经与中移深圳和中移国际签署了战略合作协议，同时还有多个省公司的战略协议都在推进中。目前已经有5个项目签单落地，总金额达到1.7亿元。

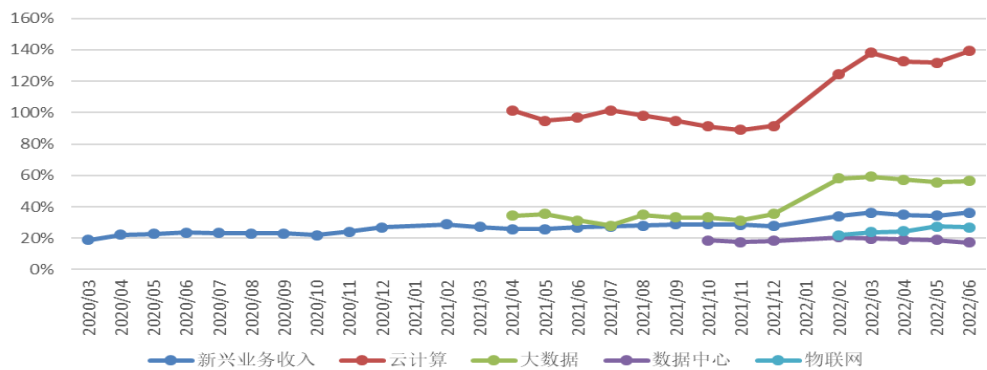
表 3: 2022 年公司与中国移动合作推进情况

时间	合作对象	事件
7.13	中移陕西分公司、综艺陕西商洛分公司	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。
7.15	总公司	《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标候选人，中标金额超1000万元
7.29	深圳移动	签署战略合作协议，携手推动大湾区网络安全建设。公司将以深圳区域为试点，展开“信息安全行业”深入全面合作，这是中国移动签署的全国第一份市一级的业务战略合作协议。
7月	中国移动	携手在西北、西南等区域落地医疗行业、政企客户、物联网安全等项目
7月	中移物联网	协同落地一个近7000万的项目
8.8	中移国际	通过云签约方式签署战略合作协议，双方将在网络、云计算、IDC、5G等领域开展安全产品、服务和解决方案深度融合，探索“网+IDC+云+安全”领域发展机遇，为中资企业出海业务数字化升级赋予新的发展动能。

资料来源：公司公众号，中原证券

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。

图 17: 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

从中国移动对外业务中的“管建战”体系来看：

管：集团层面的内部管理和全方位的职能管理；

建：近20个的专业子公司，是其专业业务建设的主体。移动未来对公司的定位也是作为“建”中的专业安全子公司来进行定位的；

战：指各个省公司，是移动业务推进落地的主体。

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。由于 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。而对于公司来说，当前时点与移动的合作不光是赢得了移动内部的订单，但更为重要的是，可以与移动共同进行外部业务的开拓，同时在云业务技术合作方面获得能力的提升。

表 4：2018 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

8. 同行比较

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、天融信、迪普科技三家公布了业绩预告，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。迪普作为华东地区综合安全厂商，网安业务在 2 季度受到了较为明显的负面影响，收入增速下滑 15%，景气度不及公司和天融信。

表 5：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	-15%	0.41	-61%	66%	-	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	0.2%	-2.50	-133%	67%	-	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

9. 投资建议

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公司股本的影响，预计 22-24 年公司 EPS 分别为 1.08 元、1.34 元、1.70 元，按 8 月 16 日收盘价 19.22 元计算，对应 PE 为 17.79 倍、14.32 倍、11.28 倍。

10. 风险提示

行业竞争加剧；疫情影响政府财政预算。

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	11493	14087
现金	1469	1354	3217	4038	5063
应收票据及应收账款	2792	3084	3988	4888	6242
其他应收款	114	112	160	182	247
预付账款	51	50	72	81	110
存货	372	474	544	813	931
其他流动资产	1598	1492	1492	1492	1492
非流动资产	1970	2369	2362	2389	2538
长期投资	151	164	182	201	222
固定资产	291	569	639	727	844
无形资产	219	223	137	48	49
其他非流动资产	1309	1413	1405	1413	1423
资产总计	8367	8936	11836	13882	16624
流动负债	2282	2055	3947	4761	5907
短期借款	0	0	1045	1615	1755
应付票据及应付账款	1126	885	1535	1690	2455
其他流动负债	1156	1169	1367	1455	1698
非流动负债	86	144	141	141	158
长期借款	0	1	-2	-1	15
其他非流动负债	86	143	143	143	143
负债合计	2368	2199	4087	4902	6065
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	5007	6221	7758
归属母公司股东权益	5984	6722	7736	8969	10548
负债和股东权益	8367	8936	11836	13882	16624

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	880	380	1066
净利润	810	863	1020	1266	1607
折旧摊销	119	144	144	146	72
财务费用	-2	-10	6	40	78
投资损失	-42	-49	-47	-59	-75
营运资金变动	-259	-675	-197	-955	-565
其他经营现金流	33	46	-46	-58	-51
投资活动现金流	-857	-110	-44	-56	-88
资本支出	230	460	-25	8	121
长期投资	-60	12	-18	-21	-21
其他投资现金流	-688	363	-87	-69	12
筹资活动现金流	-20	-229	-18	-75	-92
短期借款	-1	0	0	0	0
长期借款	-850	1	-3	1	12
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	-75	-104
现金净增加额	-221	-21	818	250	886

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	6625	8308
营业成本	1318	1492	1795	2392	3074
营业税金及附加	34	42	50	63	79
营业费用	796	1102	1301	1522	1796
管理费用	162	215	247	284	347
研发费用	643	846	1032	1269	1548
财务费用	-2	-10	6	35	68
资产减值损失	-7	-19	-23	-29	-36
其他收益	204	225	271	340	426
公允价值变动收益	49	51	46	58	51
投资净收益	42	49	47	59	75
资产处置收益	1	-3	0	0	0
营业利润	902	936	1110	1388	1770
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	1109	1388	1770
所得税	91	75	89	117	153
净利润	810	863	1020	1271	1617
少数股东损益	6	1	-4	-2	1
归属母公司净利润	804	862	1024	1272	1615
EBITDA	1016	1070	1257	1565	1882
EPS (元)	0.85	0.91	1.08	1.34	1.69

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	25.5	25.4
营业利润 (%)	21.8	3.7	18.5	24.6	27.2
归属母公司净利润 (%)	16.8	7.1	18.9	24.3	27.0
获利能力					
毛利率 (%)	63.9	66.0	66.0	63.9	63.0
净利率 (%)	22.0	19.6	19.4	19.1	19.3
ROE (%)	13.5	12.8	13.2	14.1	15.2
ROIC	13.4	12.5	11.6	12.2	13.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.3	24.6	34.5	35.3	36.5
净负债比率 (%)	-23.7	-18.7	-26.7	-25.4	-21.4
流动比率	2.8	3.2	2.4	2.4	2.4
速动比率	2.6	2.9	2.2	2.2	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	1.08	1.34	1.70
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.69	0.21	0.93	0.40	1.12
每股净资产 (最新摊薄)	6.31	7.09	8.15	9.45	11.11
估值比率					
P/E	22.66	21.15	17.79	14.32	11.28
P/B	3.04	2.71	2.36	2.03	1.73
EV/EBITDA	15.03	14.55	11.74	9.32	7.68

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。