

启明星辰 (002439.SZ)

强烈推荐 (维持)

强强联手中国移动，网安龙头再续华章

公司是国内产品线布局完善、最具实力的综合型网安厂商之一，业绩常年保持稳健增长，盈利水平行业领先。中移动即将入主，依托中移动丰富的数字场景与政企资源，与集团资源深度整合与协同，强强联手有望促公司高质量提速发展，维持“强烈推荐”投资评级。

国内产品线布局完善、最具实力的综合型网安厂商之一，盈利能力行业领先。公司历经 26 年的发展与沉淀，是国内产品线布局完善、最具实力的综合型网安厂商之一。在 IDS/IPS 等传统安全领域市场占有率持续领跑，此外，公司重点布局新安全赛道，在数据要素化安全、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信创等方向齐头并进。自上市以来，公司业绩长期保持稳健，盈利水平行业领先。

国家高度重视网络安全建设，行业有望全面回暖。2021 年以来，数据安全法、个人信息保护法、关基条例等重量级网络安全法律法规、规章制度相继发布，显示出国家对网络安全发展的高度重视。去年受疫情、财政资金紧张等因素影响，叠加政府支出占网安行业整体比重较高，行业整体受到较大影响。我们认为，今年网安行业有望迎来全面复苏：政府支出有望逐步恢复，同时，数据安全、信创推进下相关安全产品增量需求有望逐步提升。22 年行业受疫情影响，整体基数较低，叠加行业人员扩张明显放缓，22 年主要厂商三费合计增速较 21 年大幅下滑，23Q1 主要厂商三费增速进一步下降，有助于利润加速释放，行业有望进入全面复苏阶段。

中移动入主焕发新活力，强强联手深度协同有望促公司提质发展。22 年 6 月，公司与中移资本签署了《投资合作协议》，未来实控人将变为中国移动集团，公司未来也将作为集团对内对外输出网安能力的关键支撑。依托中移动丰富的数字场景与政企资源，强强联手有望促公司提质发展，我们预计中移动入主后，公司基本面有望迎来较大提升。短期来看，中移动集团每年相关订单将成为重要增量订单来源，推动营收加速增长。同时，公司陆续与各地中移动分公司达成合作，依托中移动丰富的政企等大客户资源，有望与安全运营中心等业务深度协同，实现加速增长。远期来看，公司有望依托中国移动丰富的数字化应用场景，加速产品创新与迭代，在算力网络、云原生、数据安全等新赛道实现加速推进。

维持“强烈推荐”投资评级。与中移合作持续深化，促高质量提速发展。预计公司 23-25 年营收为 59.93/79.62/103.98 亿元，归母净利润 10.76/13.96/17.01 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧、政策不及预期、增发不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4386	4437	5993	7962	10398
同比增长	20%	1%	35%	33%	31%
营业利润(百万元)	936	648	1146	1487	1811
同比增长	4%	-31%	77%	30%	22%
归母净利润(百万元)	862	626	1076	1396	1701
同比增长	7%	-27%	72%	30%	22%
每股收益(元)	0.90	0.66	1.13	1.47	1.79
PE	33.5	46.2	26.9	20.7	17.0
PB	4.3	3.9	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

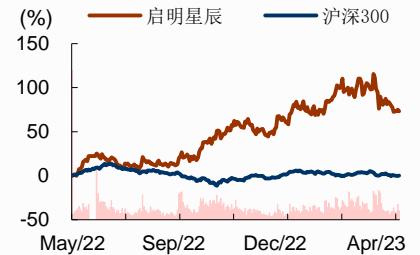
TMT 及中小盘/计算机
目标估值：NA
当前股价：29.19 元

基础数据

总股本(万股)	95260
已上市流通股(万)	72441
总市值(亿元)	278
流通市值(亿元)	211
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	24.8%
主要股东	王佳
主要股东持股比例	22.91%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	7	71
相对表现	-18	2	74



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《启明星辰 (002439) —Q1 营收高增，与中移动协同深化促高质量提速发展》2023-04-26
- 《启明星辰 (002439) —23Q1 增长超预期，与中移动协同持续深化》2023-04-20
- 《启明星辰 (002439) —Q3 营收恢复增长，与中国移动合作持续深化》2022-10-30

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

石恺 研究助理

shikai2@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司业绩长期保持稳健，中移动入主焕发新活力	4
二、政策持续加码，驱动行业稳步增长	6
三、中移动加持，有望迎来全面提升	11
四、盈利预测	16

图表目录

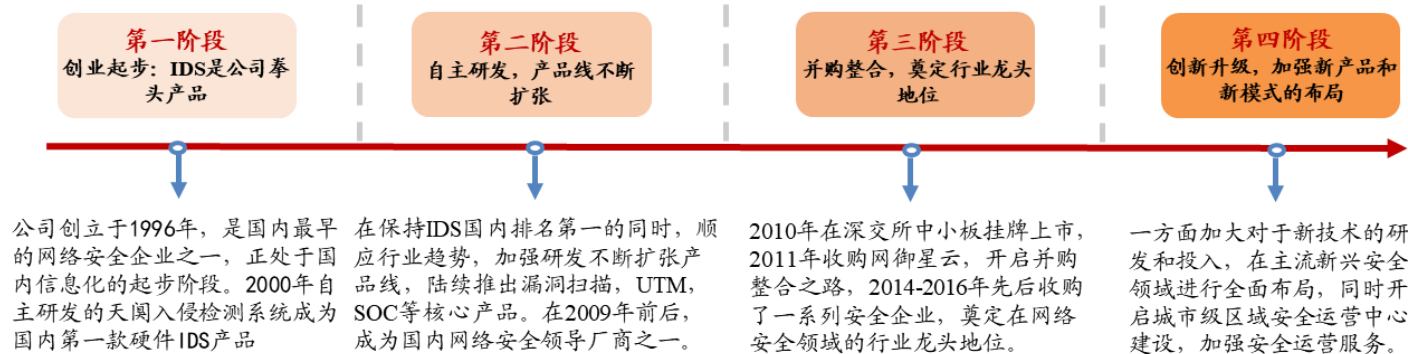
图 1: 公司的成长和扩张可划分为以下四个阶段	4
图 2: 中移资本入股后启明星辰股权结构图	4
图 3: 公司营业收入 2008-2021 年 CAGR 24%	5
图 4: 公司归母净利润 2008-2021 年 CAGR 25%	5
图 5: 人均创收稳步增长	6
图 6: 人均创利近两年受人员扩展影响有所下滑	6
图 7: 公司毛利率稳定在 65%左右	6
图 8: 净利润率行业领先	6
图 9: 2020-2022H1 网安各细分领域规模 (亿美元)	7
图 10: 预计未来网络安全支出复合增速保持在 20%以上	8
图 11: 政府、金融、电信占据市场主要份额	8
图 12: 国内数据安全市场规模预测 (亿元)	9
图 13: 2021 年网安行业格局	10
图 14: 23Q1 主要厂商营收增长明显恢复	11
图 15: 主要厂商三费合计增速下降显著	11
图 16: 中国移动政企客户数量稳步增长	14
图 17: 中国移动政企业务成为集团增长重要推动力	14
图 18: 启明星辰城市级安全运营中心数量稳步增长	14
图 19: 启明星辰安全服务业务保持快速增长	14
图 20: 公司天榕数据安全平台(DSMP)	15
图 21: 启明星辰历史 PE Band	17
图 22: 启明星辰历史 PB Band	17

表 1: 启明星辰产品矩阵丰富	4
表 2: 国家高度重视网安发展, 重磅政策相继出台	6
表 3: 2022H1 安全硬件市场格局, 启明在 IDP、VPN 保持领先.....	9
表 4: 2022H1 安全软件市场格局, 启明在多项细分保持领先.....	9
表 5: 2022H1 安全服务市场格局, 公司位于行业前列	10
表 6: 启明星辰与中国移动全面合作框架.....	12
表 7: 公司与中移动各地分公司合作汇总.....	12
表 8: 涉云安全布局.....	15
表 9: 超级 SIM 卡优势	16
表 10: 盈利预测 (按产品划分, 单位: 百万元)	17
附: 财务预测表.....	18

一、公司业绩长期保持稳健，中移动入主焕发新活力

启明星辰成立于 1996 年，由留美博士严望佳（王佳）女士创建，王佳与严立为一致行动人。2010 年 6 月 23 日在深交所中小板挂牌上市，根据过往历程，公司的成长可分为四个阶段：国内第一款 IDS——自研产品线扩张——资本平台并购整合——新兴领域的布局。

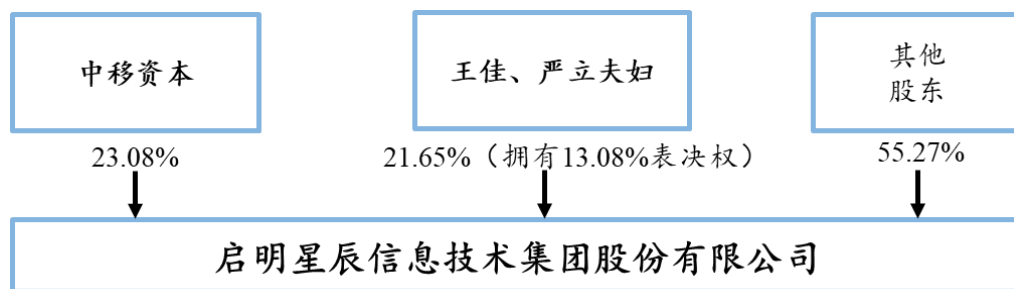
图 1：公司的成长和扩张可划分为以下四个阶段



资料来源：wind、招商证券

中移资本拟入股，未来公司将成为移动集团控股子公司，作为集团网安能力关键支撑。2022 年 6 月 17 日，王佳、严立夫妇与中移资本签署了《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 2.84 亿股（约占当前总股本 30%），发行完成后中移资本直接持有上市公司 23.08% 的股份，共募资约 41.43 亿元，对应每股约为 14.59 元/股，未来公司实控人将变为中国移动集团，公司未来也将作为中国移动在网络安全领域的关键支撑。

图 2：中移资本入股后启明星辰股权结构图



资料来源：wind、招商证券

产品线不断完善，形成完整的安全防护体系。网络安全细分品类繁多，产品迭代周期短，公司自上市以来，通过不断增长的研发投入及积极的外延并购，逐步完善公司产品布局。目前已经形成完备的产品线覆盖，包括网络安全防护、网络安全检测、应用安全、数据安全、安全管理、云安全、工控安全、移动及终端安全七大品类，构建起完整的安全防护体系。根据 CCID，公司的 IDS/IPS 产品，从 2002 年至今，启明星辰集团 IDS/IPS 已连续 20 年保持市场占有率第一位置。此外，根据 IDC 统计，公司在 VPN、信息和数据安全、安全分析和情报、响应和编排等领域在 22 年上半年市占率排名前五，处于行业领先地位。

表 1：启明星辰产品矩阵丰富

品类	具体产品
网络安全防护	安全网关 UTM、防火墙、下一代防火墙、防火墙策略梳理、网闸、单向光闸、VPN/密码机、漏洞扫描、抗拒绝服务

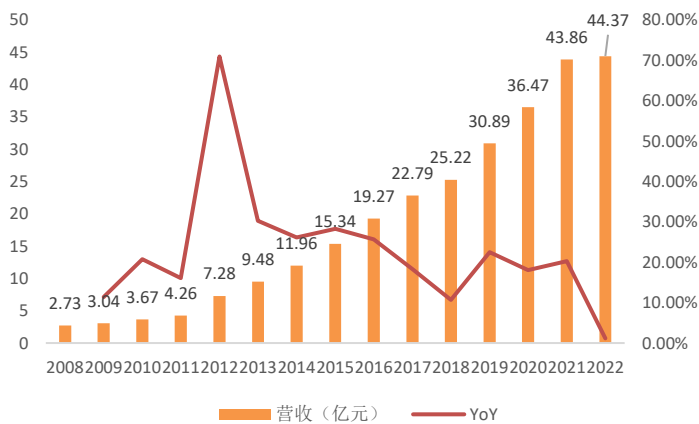
系统、网络接入控制系统、零信任 SDP、物联网安全防护

网络安全检测	入侵检测 IDS、入侵防御 IPS、网络流量融合探针、APT 高级威胁检测、TAR 威胁分析一体机、网络审计、上网行为管控、应急处置工具箱、安全无线控制系统、邮件安全管理系统、网络流秩序分析、欺骗防御系统
应用安全	Web 应用防火墙、Web 应用审计、网页防篡改、视频安全防护系统、视频应用审计、应用交付控制系统、数据安全交换系统、实时数据同步系统、应用安全管控系统
数据安全	数据防泄露系统、数据库审计与防护、数据库静态脱敏、数据库动态脱敏、文档加密、电子签章、堡垒机、数据库防火墙、数据库加密
安全管理	安全管理平台、态势感知平台、日志审计、配置核查、网络行为分析、业务支撑管理系统、资产发现与管理、漏洞管理平台、弱口令核查、4A 管理平台、数据安全治理平台、网络安全靶场平台
云安全	云安全资源池、云安全管理平台、云 Web 应用审计、云数据库审计、虚拟 WAF、云子可信 SaaS、安星网站安全 SaaS
工控安全	工业防火墙、工控 IDS 与审计、工控脆弱性扫描、工业 SOC、工业网闸、工控检查工具箱、工业主机防护系统、工控态势感知
移动及终端安全	内网终端安全管理、移动应用安全加固、移动应用安全检测、移动应用渠道监控、应用安全加固平台、应用安全检测分析、应用安全渠道监测、敏感数据分析检测、敏感数据加固保护、终端威胁检测响应

资料来源：公司官网、招商证券

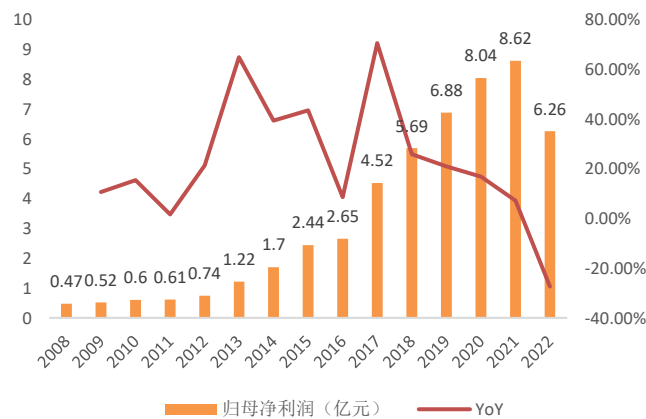
业绩保持稳健增长，具有较强增长持续性。公司自 2008 年以来，保持稳健增长态势，2008-2021 年营收自 2.73 亿元增长至 43.86 亿元，CAGR 约为 23.81%，归母净利润从 0.47 亿元增长至 8.62 亿元，CAGR 约为 25.08%。2022 年由于受到疫情与政府需求减弱等因素影响，对公司业绩造成较大影响，导致 22 年营收增长低于往年正常水平，利润受到人员扩张与营收放缓共同影响，出现一定下滑。

图 3：公司营业收入 2008-2021 年 CAGR 24%



资料来源：wind、招商证券

图 4：公司归母净利润 2008-2021 年 CAGR 25%



资料来源：wind、招商证券

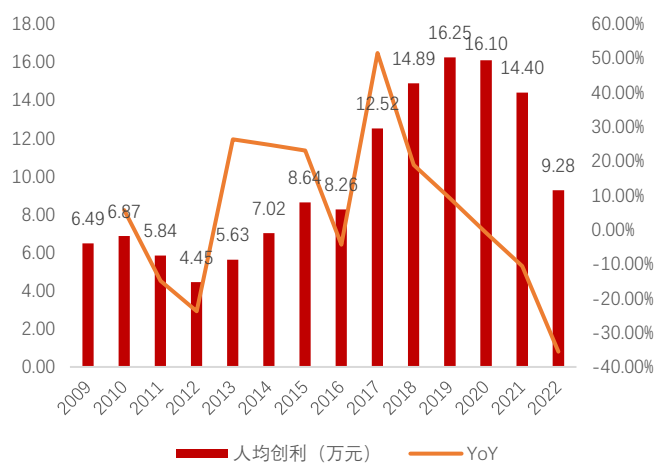
人员快速扩张期告一段落，人效有望恢复稳健增长态势。在人效方面，自 2009 年以来，公司人均创收稳步增长，从人均 38.06 万元增长至 73.30 万元，CAGR 约为 5.61%；人均创利从人均 6.49 万元增长至 14.40 万元，CAGR 约为 6.87%。为积极布局新兴领域，提升核心竞争力，公司在 2019-2021 连续三年加大人员储备力度，员工人数增长较快，三年增速分别为 19.31%、16.75%、22.41%，从 2019 年的 4609 人增长至 2021 年 6587 人，也是导致人均创收增速放缓，人均创利有所下滑的主要原因。2022 年，公司人员扩张节奏大幅放缓，三费合计增速由 21 年 35.14% 下降至 22 年 6.75%，预计 23 年公司人员将保持平稳增长，相关成本增速有望进一步放缓，公司有望迎来利润加速释放，人效也有望恢复稳健增长趋势。

图 5: 人均创收稳步增长



资料来源: wind、招商证券

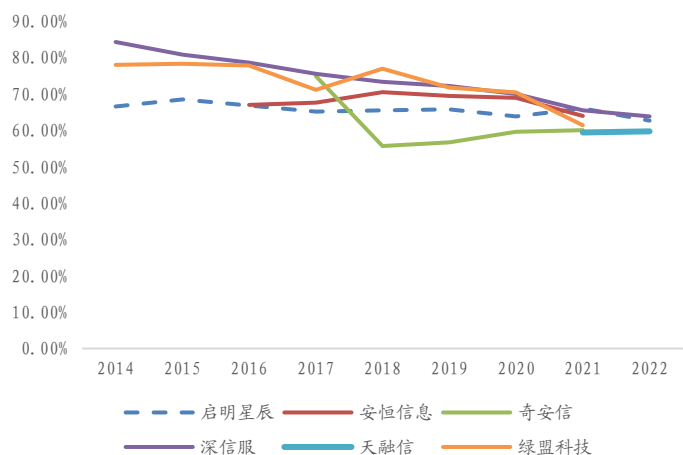
图 6: 人均创利近两年受人员扩展影响有所下滑



资料来源: wind、招商证券

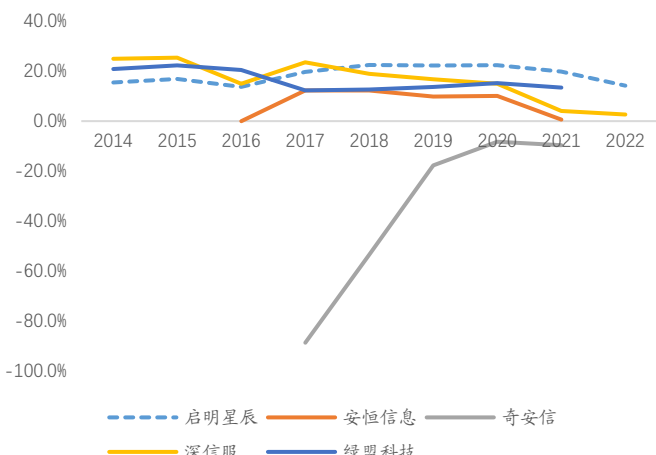
毛利率保持稳定，净利率行业领先。公司毛利率整体保持稳定，主营业务毛利率与结构整体稳定。公司一直非常注重收支平衡，除 22 年受疫情等因素影响外，净利率长期保持在 20% 左右，在综合型厂商中，处于领先地位。

图 7: 公司毛利率稳定在 65% 左右



资料来源: wind、招商证券

图 8: 净利率率行业领先



资料来源: wind、招商证券

二、政策持续加码，驱动行业稳步增长

2021 年以来，数据安全法、个人信息保护法、关基条例等重量级网络安全法律法规、规章制度相继发布，凸显出国家对网络安全建设的高度重视。加上之前已发布实施的《网络安全法》、《密码法》、等保条例等，我国网络安全相关法律法规体系基本建立完善，政府监管力度持续加强。

表 2: 国家高度重视网安发展，重磅政策相继出台

时间	文件	部门	内容
2021.06	《中华人民共和国数据安全法》	全国人大常委会	我国数据安全领域的基础性法律，其完善了国家数据安全工作体制机制，规定中央国家安全领导机构负责国家数据安全工作的决策和议事协调等职责，并提出建立国家数据安全工作协调机制。标志着我国在数据安全领域有法可依，为各行业数据安全提供监管依据。

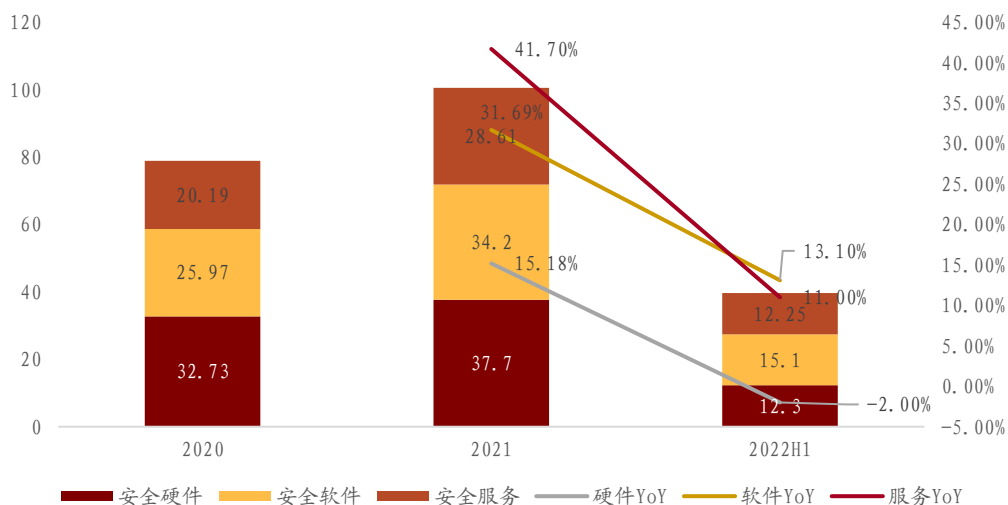
2021.07	《网络安全产业高质量发展三年行动计划(2021-2023年)(征求意见稿)》	工信部	到2023年,网络安全产业规模超过2500亿元,年复合增长率超过15%。提升中小企业、重点行业和关键行业。网络安全关键核心技术实现突破,加快新兴技术与网络安全的融合创新,增强网络安全产品和服务创新能力,初步形成具有网络安全生态引领能力的领航企业。
2021.08	《中华人民共和国个人信息保护法》	全国人大常委会	对自然人关于个人信息的权利、个人信息处理者对于个人信息的义务、相关部门对于个人信息的保护职责、个人信息处理具体要求、个人信息跨境、法律责任等做出了明确和可操作的规定。
2021.08	《关键信息基础设施安全保护条例》	国务院	明晰了关键信息基础设施的定义,明确了保护工作部门的职责,强化了运营者的安全管理主体责任,规定了国家保障和促进措施,确立了监督管理体制。《条例》是对《网络安全法》确立的关键信息基础设施安全保护制度的细化完善,有助于构建多方尽责、共同协作的关键信息基础设施安全防护体系,更好地应对网络安全风险挑战。
2021.10	《数据出境安全评估办法(征求意见稿)》	网信办	指出数据处理者向境外提供在中华人民共和国境内运营中收集和产生的重要数据应当进行安全评估,且数据出境安全评估坚持事前评估和持续监督相结合、风险自评估与安全评估相结合,防范数据出境安全风险,保障数据依法有序自由流动。
2021.11	《网络数据安全条例(征求意见稿)》 网	网信办	规定了国家建立数据分类分级保护制度。明确了在中华人民共和国境内利用网络开展数据处理活动的一般规定、个人信息保护、重要数据安全、数据跨境安全管理、互联网平台运营者义务、监督管理及法律责任等安全管理要求。
2021.12	《网络安全审查办法》	网信办、发改委、工信部等十三部门	将网络平台运营者开展数据处理活动影响或者可能影响国家安全等情形纳入网络安全审查,并明确掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。根据审查实际需要,增加证监会作为网络安全审查工作机制成员单位,同时完善了国家安全风险评估因素等内容。

资料来源:新华社、财联社、公开资料、招商证券

网络安全市场可以划分为安全硬件市场、安全软件市场、安全服务市场。根据 IDC, 针对网络边界进行防护和隔离的产品以硬件形态为主, 如防火墙、入侵检测/防护等; 针对主机和应用系统的产品以软件形态为主, 如防病毒软件、终端安全软件等。网络安全服务主要解决客户在网络安全服务方面实际需求, 为客户提供网络安全咨询、托管、集成、培训等系列服务。

从各领域增速来看, 防火墙、网关等硬件设备起步最早, 下游需求较为饱和, 需求增速逐步放缓; 安全软件与安全服务属于新兴安全业务, 由于网络威胁日趋复杂化, 需要体系化安全防护, 因此软件与服务的增长率较高。2022H1, 由于受到疫情影响, 对硬件设备行业影响较大, 主要受无法现场交付影响, 同比下滑。

图 9: 2020-2022H1 网安各细分领域规模 (亿美元)



资料来源: IDC、wind

预计未来五年行业将保持 21.2% 复合增速，2026 年政府、金融、电信三大行业将占据 60% 市场份额。IDC 数据显示，2026 年中国网络安全 IT 支出规模将达到 318.6 亿美元，五年 CAGR 约为 21.2%，中国网络安全市场增速持续领跑全球，五年 CAGR 近全球两倍，市场前景广阔。在 2022-2026 的五年预测期内，中国网络安全市场终端行业用户结构相对稳定，政府、金融和电信行业占比最大。预计到 2026 年，三者合计支出规模将超 192.2 亿美元，占比超中国网络安全总支出的六成。

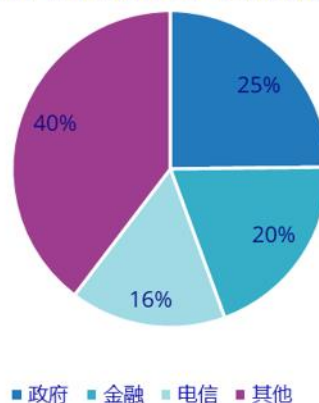
- ▶ 预计未来五年，软件市场增速领跑安全市场，软件将以 25.0% CAGR 快速发展。预计到 2026 年，软件市场将占中国网络安全市场 IT 总支出的四成。其中，安全软件子市场中的信息和数据安全软件，网络安全软件，安全分析、情报、响应和编排 (SAIRO) 将在未来成为保持高速增长的主要技术领域。其中信息和数据安全软件作为软件最大的子市场，将以 29.9% 的五年 CAGR 引领软件市场增长。
- ▶ 硬件市场和服务市场将持续保持稳定增长。根据 IDC 数据，未来五年，安全硬件市场将以 17.0% 的 CAGR 稳步增长。预计到 2026 年，硬件市场规模将超百亿美元。其中，统一威胁管理类产品仍主导硬件市场。
- ▶ 中国安全服务市场未来五年将保持稳定增长的态势，2026 年服务支出规模预计达 86.1 亿美元，CAGR 约为 21.6%。其中，安全咨询服务仍将占据主导地位，占比近四成。从细分增速来看，托管安全服务市场增速最快，将以 34.0% 的五年 CAGR 引领服务市场增长。

图 10: 预计未来网络安全支出复合增速保持在 20% 以上

图 11: 政府、金融、电信占据市场主要份额



图 11: 中国网络安全市场行业占比预测, 2026

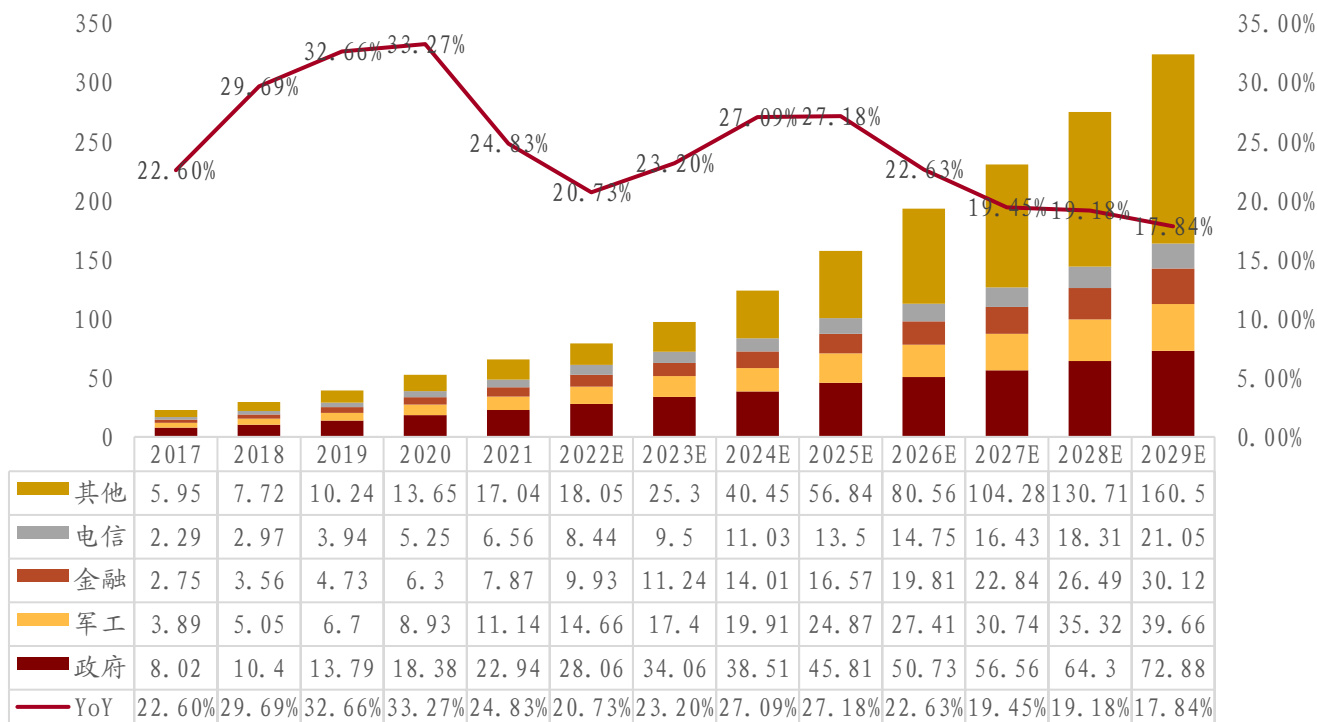


资料来源: IDC、招商证券

资料来源: IDC、招商证券

数据安全作为数字经济发展的**重要保障**，受到国家高度重视。数据资产已经成为关键生产要素，数据安全不再只停留在个人或企业层面，而是国家的战略资源和核心资产，开始以数字经济基础设施的安全为核心来构建数据安全体系。近年来，数据安全政策密集出台、数据交易市场试点、滴滴处罚落地等，从顶层设计完善，到数据流通体系建立，再到企业级数据监管落地，体现出国家对数据安全建设高度重视。根据计世资讯和数观天下，21 年数据安全市场整体规模约为 65.56 亿元，预计到 2029 年整体规模有望达到 324.21 亿元，CAGR 约为 22.12%，将保持稳定增长。

图 12: 国内数据安全市场规模预测 (亿元)



资料来源: 计世资讯、数观天下、wind

在安全硬件领域, 由于产品标准化程度较高, 以安全硬件产品起家的启明星辰为主的老牌网安厂商占有较高份额。综合来看, 硬件领域格局相对稳定, 公司在 IDP、VPN 等领域竞争优势明显。

表 3: 2022H1 安全硬件市场格局, 启明在 IDP、VPN 保持领先

细分	厂商	份额	细分	厂商	份额	细分	厂商	份额	细分	厂商	份额	细分	厂商	份额
UTM 防火墙	华为	29.7%	统一威胁管理 (UTM)	深信服	21.4%	安全内容管理	深信服	20.2%	入侵检测与防御 (IDP)	启明星辰	21.7%	虚拟专用网 (VPN)	深信服	19.0%
	新华三	23.8%		网御星云	14.6%		奇安信	7.5%		绿盟科技	19.6%		启明星辰	7.6%
	天融信	12.5%		奇安信	13.7%		新华三	6.7%		新华三	15.5%		天融信	6.8%
	迪普科技	4.3%		山石网科	11.3%		绿盟科技	6.4%		华为	4.5%		迪普科技	5.4%
	东软	2.7%		飞塔	8.3%		华为	3.0%		迪普科技	3.5%		东软	1.5%
	其他	27.1%		其他	30.7%		其他	56.3%		其他	35.4%		其他	59.7%

资料来源: IDC、招商证券

安全软件领域, 多数细分属于新兴赛道, 处于快速发展阶段, 行业格局较传统硬件赛道较为分散, 除软件安全网关外, 其余细分领域均处于碎片化阶段, 集中度较低。公司近些年持续加大在新兴领域投入, 产品竞争力持续提升, 在数据安全、安全分析和情报、响应和编排等领域市占率均处于前列,

表 4: 2022H1 安全软件市场格局, 启明在多项细分保持领先

细分	厂商	份额	细分	厂商	份额	细分	厂商	份额	细分	厂商	份额	细分	厂商	份额			
软件安全	阿里	31.0%	信息和数	阿里	6.8%	身份和数	亚信安全	8.0%	终端安全	奇安信	14.4%	安全分析	奇安信	9.8%	响应和编	绿盟科技	14.5%
	腾	13.4%		奇安	6.2%		数字	6.6%		亚信	11.3%		启明	6.7%		启明星辰	12.7%

网 关	讯 中国 电信	11.5%	据 安 全	信 启 明 星 辰	5.0%	字 信 任	认 证 吉 大 正 元	6.3%	安 全 青 藤 云	和 情 报	星 辰 安 恒 信 息	5.8%	排	盛 邦 安 全	5.5%		
	华 为	6.3%		天 融 信	3.1%		格 尔 软 甲	6.0%			深 信 服	4.3%		深 信 服	5.6%	天 融 信	4.8%
	F5	2.2%		天 空 卫 士	3.0%		信 安 世 纪	3.8%			天 融 信	2.7%		绿 盟 科 技	3.7%	Synopsys	4.1%
	其 他	35.6%		其 他	75.9%		其 他	69.3%			其 他	61.0%		其 他	68.5%	其 他	58.4%

资料来源：IDC、招商证券

由于网络攻击日益复杂化，建设完整的安全防护体系迫切性提速，推动安全服务类业务需求持续增长。安全服务与安全软件类似，均属于安全领域新兴赛道，且起步更晚，行业整体集中度更低，其中启明星辰、奇安信、安恒信息、绿盟科技等综合型厂商，由于覆盖客户更广，行业知名度更高，更利于安全服务拓展。

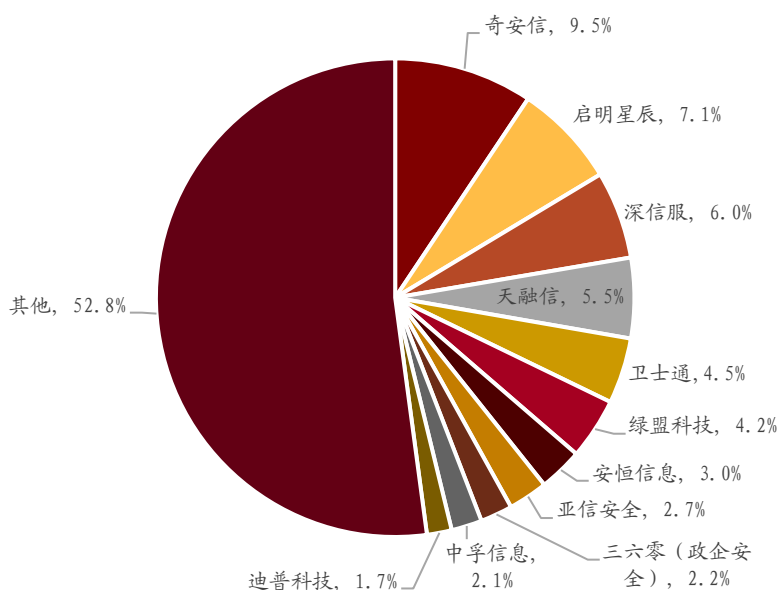
表 5：2022H1 安全服务市场格局，公司位于行业前列

细分	厂商	份额	细分	厂商	份额	细分	厂商	份额	细分	厂商	份额
安 全 咨 询 服 务	绿盟科技	4.1%	企 业 级 培 训 服 务	博智安全	10.3%	托 管 安 全 服 务	启明星辰	8.4%	安 全 集 成 服 务	中国软件	5.3%
	启明星辰	3.2%		永信至诚	7.9%		绿盟科技	7.4%		东华软件	4.6%
	天融信	2.9%		启明星辰	4.4%		深信服	7.1%		东软	3.4%
	德勤	2.7%		绿盟科技	3.3%		安恒信息	6.7%		新华三	1.5%
	其他	81.3%		其他	61.2%		其他	60.2%		其他	70.5%

资料来源：IDC、招商证券

随着网安需求从传统单品向平台+服务的完整防护体系转变，综合型龙头厂商将更具竞争优势。2021 年我国网络安全市场 CR1 为 9.5%，CR4 为 28.07%，CR8 为 43.96%。我们预计随着企业数字化转型加速，网络架构日趋复杂，同时网络威胁的隐蔽性与危害不断提升，推动市场需求由原先单纯购买产品及服务向整体解决方案转变。未来“平台+产品+运营服务”的综合型龙头厂商将更具备竞争优势，市占率有望逐步向龙头集中。

图 13：2021 年网安行业格局



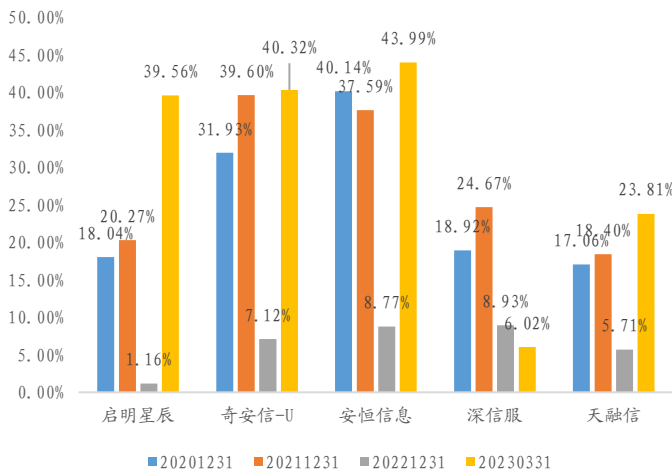
资料来源：IDC、wind

22 年行业受政府财政支出收紧以及疫情影响，整体基数较低，随着今年政府支出恢复叠加数据安全、信创等对安全

需求增长，同时行业人员成本增长将明显放缓，行业整体业绩弹性较强。22 年由于疫情导致政府财政资金紧张，政府端需求下滑较为明显，政府支出占网安行业整体比重较高，因此行业整体增长受到较大影响，大部分网安企业均出现不同程度的业绩下滑。

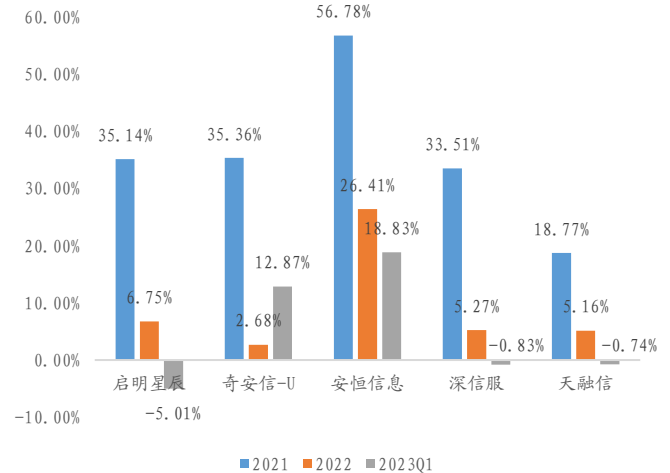
我们认为，今年网安行业有望迎来复苏，主要基于以下几点：1) 政府支出有望逐步恢复；2) 数据安全、信创推进下相关安全产品需求有望逐步提升；3) 22 年行业受疫情影响，基数较低；4) 行业人员扩张明显放缓，22 年主要厂商三费合计增速较 21 年大幅下滑，预计今年整体人员成本增速有望进一步放缓。综上，我们认为 23 年行业业绩有望加速释放。从业绩表现来看，截至 23Q1，主要厂商营收增长恢复明显，三费合计增速进一步下降，行业正处于复苏阶段。

图 14: 23Q1 主要厂商营收增长明显恢复



资料来源: wind、招商证券

图 15: 主要厂商三费合计增速下降显著



资料来源: wind、招商证券

三、中移动加持，有望迎来全面提升

1、中移动加持后，基本面有望迎来全面提升

中国移动有望今年正式入主启明星辰，启明星辰未来定位为中移集团网络安全子公司，作为集团对内对外输出网安能力的关键支撑。我们预计中移动入股后，公司基本面有望迎来较大提升，主要包括以下方面：

1) 中移动集团每年相关订单将成为重要增量订单来源，推动营收加速增长。2023 年 3 月 23 日，中国移动发布 23 年与启明星辰合作框架协议，预计全年启明星辰向中国移动及附属公司销售商品及服务约 14.5 亿元，22 年相关销售金额为 1.4 亿元，同比增长 935.71%。主要销售产品包括网络安全防护、网络安全检测、应用安全、数据安全、安全管理、云安全、工控安全、移动及终端安全等方面的安全硬件、软件及服务，该合作框架将在启明星辰股东大会审议通过后生效实现大幅增长。我们认为，随着公司与集团合作持续深化，未来中移相关订单有望保持快速增长，成为重要增量订单来源。

2) 公司陆续与各地中移动分公司达成合作，依托中移动丰富的政企等大客户资源，有望与安全运营中心等业务深度协同，实现加速增长。公司有望依托中国移动丰富的政企客户资源，加速推进安全运营业务拓展，公司与中移各地子公司陆续达成合作协议，根据公司与中移的合作协议约定，预计 3 年内合作城市安全运营中心数量将达到 50 个以上，较目前的 120 个左右，在数量方面提升 40%+。

3) 远期来看，公司有望依托中国移动丰富的数字化应用场景，加速产品创新与迭代，在算力网络、云原生、数据安全等新赛道实现加速推进。

表 6: 启明星辰与中国移动全面合作框架

合作方面	具体
安全业务市场联合拓展	双方将相互进入对方合作短名单，市场化原则下优先合作，并在总部-省-市三级全面开展对接。未来三年，力争在政务、金融、工业等重点行业打造 30 个千万元以上的行业示范项目，共同落地项目省份覆盖率达到 70%。此外，启明星辰还将融入中国移动“管战建”体系，将政企端安全能力延伸到个人、家庭、新兴领域，成为中国移动面向用户安全产品能力的提供者
安全产品服务共同打造	双方将在云安全、5G 安全、车联网安全、工业互联网安全、To G 安全及行业数智化转型等方向开展协作，启明星辰为中国移动行业信息化平台增加安全模块，打造包括标准产品、解决方案及安全服务等在内的安全业务，形成具有核心竞争力的安全业务板块；中国移动为启明星辰拓宽传统网络安全赛道，创新业务形态，助力业务稳步增长，实现跨越式发展。未来三年，双方力争打造五款销量超过亿元的核心标杆产品，合作城市安全运营中心数量达到 50 个以上
安全能力体系协同建设	中国移动将启明星辰相关产品、能力和服务纳入到核心能力及自主产品清单、智慧中台管理，在未来三年，启明星辰将全力支持中国移动加强关键信息基础设施安全能力建设
安全前沿领域协同创新	双方将在算力网络、云原生、数据安全等新兴领域开展联合研发，加快科技成果转化推广，加强创新人才培养，不断沉淀技术能力，打造业内领先、核心竞争优势突出的网信安全队伍

资料来源：公司公众号、招商证券

表 7: 公司与中移动各地分公司合作汇总

日期	合作协议	具体
2023.05.22	福建移动	福建移动与启明星辰将积极发挥网信安全、5G、云计算、大数据、AI 及物联网等技术融合优势，在安全网关、超级 SIM 卡等创新服务场景中相互赋能，进一步提升自身服务水平，为用户提供更加优质、高效的数字化服务，护航福建数字经济高质量发展。
2023.05.17	永州移动	此次合作双方将充分发挥各自核心竞争力，同心戮力加快国家网信事业和保障国家网络安全能力提升，共同探索网信安全新形势下新的发展机遇。
2023.04.24	汕头移动	双方将共建安全能力平台，共同打造网络安全运营中心、安防实验室、等保等安全能力展示平台，对外展示双方联合的安全能力。
2023.04.11	南通移动	启明星辰将发挥其在信息安全行业的优势，协同开展业务创新、服务模式创新及新技术、新应用的孵化和创新，联合打造政企一体化解决方案，共同拓展政企市场。
2023.04.08	甘肃移动	基于甘肃移动在融网、融云、融平台、融应用等方向的融合服务，与启明星辰在网络安全、云计算、大数据、人工智能、物联网等领域的先进技术能力，双方将在安全接入、云上安全、算网数据安全、网络安全运营等重点场景，展开深度研发合作，推动云网融合的安全能力建设，培育基于算力网络安全的研发成果，为东部业务西迁提供网络安全服务，助力我国“东数西算”经济加速发展。
2023.3.17	张家界移动	本次合作，张家界移动与启明星辰将针对各行业用户的安全需求，在“网络及信息安全体系建设、整体网络安全产品、信息安全增值服务、安全托管服务”等方面，提供差异化的网络信息安全解决方案以及完善的网络安全保障服务
2023.3.10	盐城移动	此次战略合作，盐城移动将充分发挥运营商的强专业技术、高用户覆盖率、强执行力等核心优势，和启明星辰相互赋能，构建起政府、政法、医疗、教育、交通等行业的具有安全特色的数字生态圈
2023.3.3	泰州移动	此次协议签署后，将积极推动构造联合安全运营体系，打造更多标杆案例，实现在安全领域的品牌效应、产品能力等方面的深度合作，合力提升泰州移动综合信息化服务能力，支持国家网络安全事业发展
2023.2.28	宁夏移动	在专线卫士业务、同网防扩散系统业务、安全运营业务、云安全业务、等保合规业务、金融行业业务合作、能源（煤炭）行业业务合作等领域展开紧密合作，共同打造业内具备核心竞争优势的网信安全板块
2023.1.13	北京移动	在安全市场联合拓展、产品服务联合打造、能力体系协同建设、安全前沿协同创新等方面展开深度合作，共塑网络安全产业新格局
2022.12.02	镇江移动	双方将进入对方合作短名单，在市场化原则的前提下优先合作。镇江移动日常 ICT 项目中，在同等条件下优先选用启明星辰提供的涵盖网络安全、数据安全、工控安全、物联网安全、云安全、安全运营服务等全方位安全技术、安全产品和安全服务
2022.11.23	扬州移动	双方将全面推进当地业务融合与协同发展，围绕云安全、5G 安全、车联网安全、工业互联网安全、To G 安全及行业数智化转型等方向开展协作，建立包含大数据、网信办、政法、交通、水利、文化旅游、医

		疗、工业等主管部门、科研院所、相关政府部门的“纵向+横向”行业全景视图
2022.11.18	抚顺移动	抚顺移动将积极发挥自身在通信领域的网络、业务、服务等广泛优势，与启明星辰拥有的完全自主知识产权网络安全产品、安全服务与解决方案等能力优势进行互补，加强双方在5G、大数据、IDC、专线、物联网、移动云等领域业务的深度融合
2022.11.10	广州移动	在党政、执法、交通、医疗、农商、教育、金融等行业领域中，双方通力合作，共同整合在网络与数据安全、5G、视频、云计算、大数据、AI及物联网等技术领域产品，在 网站安全防护、数据中心安全防护、等保测评、密保测评，以及智慧工地、工业数据安全防护、工控安全检测管理、智数化安全防护等创新服务场景中相互赋能
2022.11.07	湘西移动	针对大型政企客户，结合客户等保、分保及行业规范等条件要求，为客户提供网络及信息安全的规划设计，安全防护体系建设，安全管理制度建设，安全运维等一体化解决方案；为客户提供基于大数据、云计算、物联网、工业控制网络等应用场景全行业整体网络安全产品、解决方案；为客户提供多方位的安全增值服务；针对客户对安全运维和安全监控的需求，提供安全托管服务等，将启明星辰的网络安全能力充分融入移动政企市场中，全力支持湘西网络安全事业发展
2022.10.14	连云港移动	双方互为重要的战略合作伙伴，将在“云、网、数、用、端、5G安全、车联网安全、工业互联网安全”等方向展开全面合作，携手共筑连云港数字安全防线，推动数字经济产业升级发展
2022.10.9	中移国际	在香港建立安全运营中心，提供涵盖7X24h监控值守、威胁情报、溯源取证、应急响应、漏洞扫描、安全加固及网络安全等级保护2.0制度等多样化的一站式整体解决方案及服务，进一步助力中移国际全球客户及合作伙伴优化合规安全运营能力建设
2022.9.30	杭州移动	在安全技术层面，双方围绕 网络安全、数据安全、工业互联网安全、物联网安全、云安全和安全运营 等方面建立有效的信息技术交流渠道并整合现有安全能力；在业务层面，双方将更加聚焦在党政、政法、医疗、教育、交通等行业进行业务资源整合并输出行业整体解决方案，携手打造业内领先的网信安全板块
2022.9.29	江苏移动（省级）	围绕 安全托管中心、安全标准化产品、漏洞管理平台、云网融合安全（云+5G+专线）、To G安全及行业数智化转型 等方向开展合作，共建包含大数据、政法、交通、教育、医疗、工业等主管部门、科研院所、相关政府部门的“纵向+横向”行业全景视图，共探网信安全新形势下新的发展机遇
2022.9.26	烟台移动	聚焦政府机关、事业单位、金融行业、教育行业等高价值客户，打造面向行业客户不同场景的安全解决方案，形成“启明星辰+烟台移动+云能力中心”联合运营模式，共同打造移动集团云安全等新型能力标杆业务
2022.9.21	南京移动	双方将建立包含大数据、政法、交通、教育、医疗、工业等主管部门、科研院所、相关政府部门的“纵向+横向”行业全景视图，并围绕相应行业的业务需求，抢先布局，促进双方在南京市网络安全领域的能力建设和业务发展
2022.9.16	山东移动（省级）	在原有项目合作基础上，更加聚焦政务、金融、电力等高价值客户，共同打造面向行业客户的安全产品体系，为山东移动提供更多安全领域通用能力，赋能山东移动“5G+算力网络+智慧中台”等新型信息基础设施建设
2022.9.14	中国移动	在安全市场联合拓展、产品服务联合打造、能力体系协同建设、安全前沿协同创新等领域构筑更紧密的合作关系
2022.8.2	深圳移动	双方将联合重点布局 5G、数据安全、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 等方向，真正实现把安全能力做大、做强、做优

资料来源：公司官网、招商证券

2、安全运营中心有望依托中移动丰富的客户资源，保持高质量发展。

公司积极布局城市级安全运营中心，2017年提出了以“第三方独立安全运营”作为保障网络安全的重要手段，战略布局城市级安全运营中心，为智慧城市健康运营提供强力的网络安全事件防御能力。截止到2021年底累计建成了119个运营中心，形成华东、华南、西南、华北、华中五大区域资源中心，带动公司安全服务营收快速增长，成为业绩增长的核心驱动力之一。根据IDC，公司托管安全服务已经连续三年市占率第一，安全运营业务持续市场领先。

安全运营中心有望依托中移动政企资源与广泛的客户覆盖，实现高质量快速发展。政企业务作为中国移动核心业务之一，集团高度重视政企事业部发展，根据中国移动年报显示，2022年，中国移动政企市场收入保持快速增长，达到1682亿元，同比增长22.6%，远高于集团总营收增速，成为集团增长重要推动力。政企客户数达到2320万家，保持快速增长势头，较2019年的1028万，复合增速达31.17%。启明星辰与中国移动签订的合作协议中，安全运

营中心建设被重点提及，同时，安全运营中心也是中移动各地分公司的重点合作项目，凭借中移动丰富的政企客户资源与广泛的客户覆盖面，有望推动公司安全服务实现高质量快速发展。

图 16: 中国移动政企客户数量稳步增长

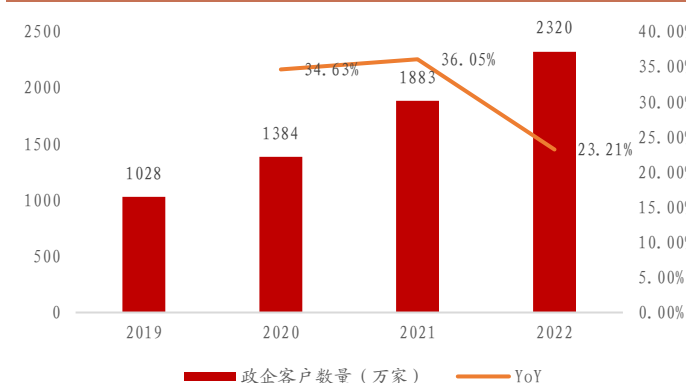
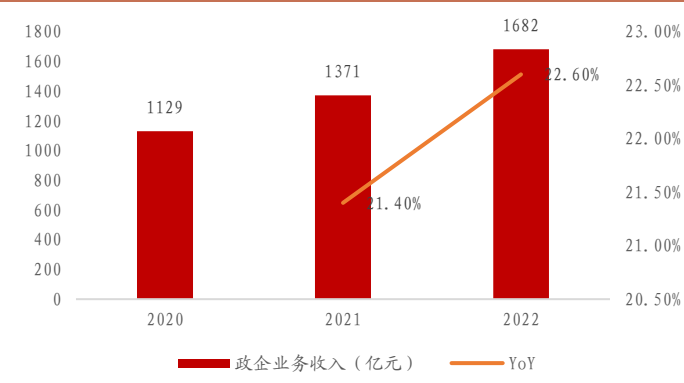


图 17: 中国移动政企业务成为集团增长重要推动力



资料来源: wind、招商证券

资料来源: wind、招商证券

图 18: 启明星辰城市级安全运营中心数量稳步增长

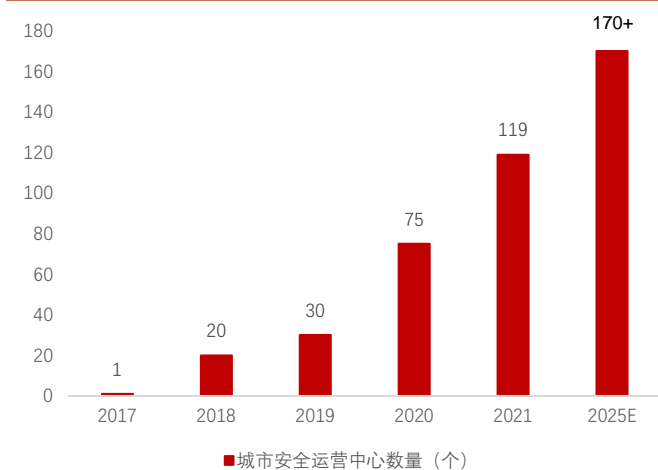
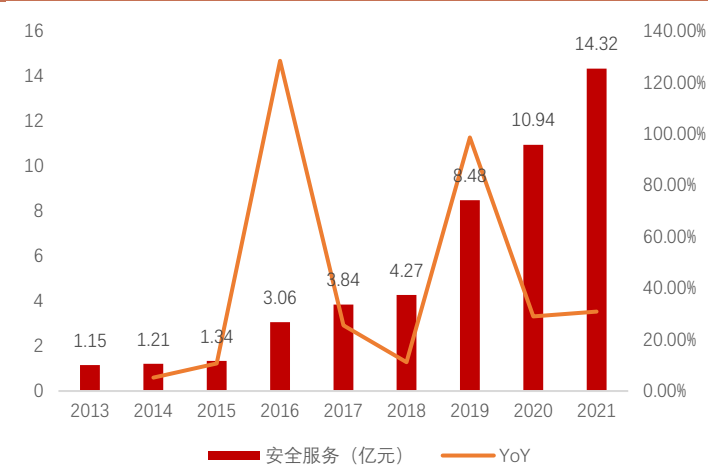


图 19: 启明星辰安全服务业务保持快速增长



资料来源: wind、招商证券

资料来源: wind、招商证券

3、公司数据安全布局完善，有望受益于行业加速推进

以《数据安全法》为核心的数据安全相关政策密集出台，数据安全作为国家级战略，强合规性有望推动行业进入发展快车道，公司数据安全战略历经 1.0 到 3.0，在数据安全方面已经形成较为完善的布局，有望全面受益于行业景气度快速提升。

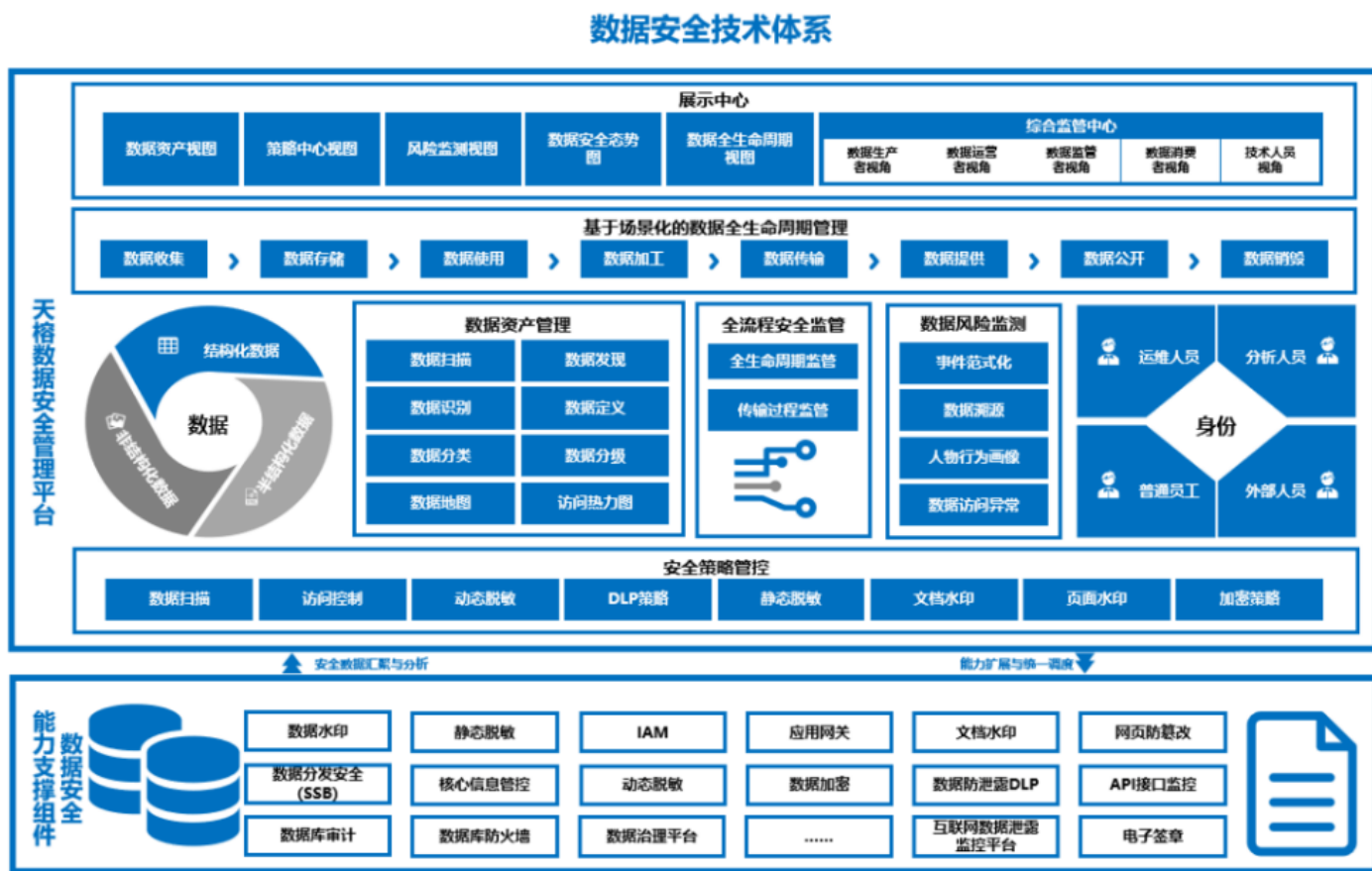
▶**数据安全 1.0 阶段：重在防范外部入侵，产品形态以数据库审计、防泄漏等传统数据安全产品为主。**2003 年启明星辰集团抢先布局数据安全赛道，率先发布的业内第一批数据安全产品数据库安全审计系统等产品，在 1.0 阶段，数据安全的典型是文件安全和数据库安全，主要核心是对外部进行监管，防止外部的入侵，产品包括数据库防火墙、数据库加密、防泄漏、堡垒机等传统产品，公司具备丰富的产品覆盖。

▶**数据安全 2.0 阶段：重在数据安全生命周期管理，主要涵盖治理、分级分类等方面。**数据安全 2.0 在 1.0 的安全防护基础上，加入数据管理机制，逐步形成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，产品形态以数据安全治理平台为主，核心功能主要包括数据安全治理、数据分级分类，以身份为中心的访问控制等。启明星辰推出天榕数据安全治理平台，以数据为中心做分类分级，以身份为中心建立 IAM 体系，来进行场景化的全生命周期管控，帮助某地大数据局通过了 DSMM 三级模式认证，实现了数据业务的体系化安全保障。

▶**数据安全 3.0 阶段，重在解决数据流通中的各类安全问题，需要构建以隐私计算为核心的数据交换平台。**3.0 阶段

重在解决数据流通中的各类安全问题，解决的办法是“算法+权利”相结合的数据安全屋机制，借助第三方权威机构，比如地方大数据局有，为双方数据交换做担保。核心产品是建立以隐私计算为核心的数据交换平台，公司在 2021 年底于杭州“DT”总部发布了【数据绿洲】战略，并推出隐私计算平台，其作用是在保护隐私信息的前提下，进行数据价值分析与挖掘的，实现“原始数据不出域、数据可用不可见”，数据使用“可控可计量”。平台架构以从四个层级出发，底层对接范类数据来源，支持的协议种类丰富，平台层集成各类隐私计算核心功能；应用层覆盖多品类数据安全隐私流通场景。

图 20: 公司天榕数据安全管理平台(DSMP)



资料来源：公司官网、wind

4、与中移动能力结合，积极布局涉云安全、身份安全、工业互联网安全等新兴领域。

涉云安全：随着数字基础设施大动脉的打通和云网一体化进程的推进，政企客户原先以“云 IDC”为主的上云业务场景逐渐延展到“云、网、边、地、端”的广义云业务场景。伴随着云基础设施的发展以及和中国移动在云安全“联创+”方向上的技术协同，公司的云安全布局升级为涉云安全，技术上在云 IDC 安全防护的基础上扩展为支撑“云、网、边、地、端”综合协同的安全能力集群，通过涉云安全能力体系化的建设方案和云、网、安统一管理与运营，实现端到云全链路安全互访。

公司已经拥有完整的“云、网、边、地、端”涉云安全能力体系，实现了云网协同、云边协同、多云协同、云地协同，支持国资云、混合云、专属云等多种云服务模式，为政企客户提供云上安全合规、云安全服务、云网边地端全覆盖的综合协同以及智慧安全运营。

表 8: 涉云安全布局

方面	具体
----	----

云安全	解决云平台 and 云上租户安全合规、多云安全的融合管理，提供多样化云上安全原子能力、容器安全、云安全资源池和云安全管理平台。
安全云	提供云原生安全能力和安全中台，和中国移动的移动云进行深度技术对接，从 IaaS-PaaS-SaaS 构建移动云云原生安全自适应架构。
边缘云安全	布局 SASE（安全访问服务边缘），将网络能力和安全能力打通，提供网络连接即服务 NaaS 和安全即服务 SECaaS，按需组装和叠加安全能力，在边缘接近用户业务和数据侧输出安全服务，实现云、网、安统一管理。
接入侧安全	为运营商专线接入的客户 提供安全防护能力，实现云地间安全即服务。
云安全 SaaS 服务	SaaS 化一站式云安全服务，提供云防护和云监测能力，可对 Web 网站漏洞、网站挂马等进行全面的网站监测，输出云化 Web 应用防护、抗 DDoS 等 SaaS 服务。

资料来源：公司财报、招商证券

基于中国移动超级 SIM 卡的身份安全体系：基于中国移动超级 SIM 卡，叠加启明星辰软件定义安全（SECaaS）模式、按需加载多样化安全能力，推出超级 SIM 安全网关。中国移动超级 SIM 卡内置加密芯片，支持数字证书、国密算法加密，具有用高安全性和强功能性，可和身份进行绑定，联动启明星辰的超级 SIM 安全网关，叠加内网威胁流量分析、安全审计系统、网络 UEBA 系统等产品形成可落地、便捷且低成本的零信任解决方案，在实际使用场景中还可部署为身份安全运营模式，由安全运营团队结合身份信息、威胁和异常数据进行多级分析与研判，并对安全问题进行闭环处理。

表 9：超级 SIM 卡优势

方面	具体
高安全性，强功能性	超级 SIM 卡有硬件芯片作为安全载体，具备高安全（EAL4+）能力，同时可以支持数字证书、国密算法加密。另外，手机独有的机卡通道和传统的短信认证及 App 认证相比也更加安全。
便捷性，低成本	中国移动的基础设施体系完善，在普及性、便捷性的基础上，可以方便升级换卡。同时，中国移动已经提供了“证书分发”为代表的全程管理，而手机是最容易的载体，业务接入的方式可以由企业根据自身业务特点，个性化选择效率更高、更安全的登录方式。通过手机的便携性，比 U 盾等其他方式更便捷易实施。
可靠的基础设施服务和可扩展性	随着未来 TO C 端的日常应用以及 TO B 端的云应用越来越多，外部生态链的人员越来越多。超级 SIM 卡体系设计已经具备了可扩展的架构能力，可以很容易地形成创新应用生态。

资料来源：公司公众号、招商证券

工业互联网安全：与中国移动成立“联创+”工业互联网安全实验室，与电力、石油石化、交通、智能制造等行业用户持续联合开展基础性安全研究，针对重点行业典型和特有需求，基于协议安全、重要设备保护、业务互联、智能监测等方面推出行业场景化深度定制产品。开展工控安全国产化技术与储备，发布工控安全国产化新品。开展基于 5G+ 工业互联网安全、工业领域数据安全、工业互联网标识解析安全等方向的研究和实践。工业领域数据安全防护类、监测类、管理类等产品和服务入选山东、江苏、海南等工信厅推荐短名单。发布了生物医药、燃气、化工行业研究报告和场景化安全解决方案。在权威调研机构赛迪顾问 CCID 发布的《中国工控安全市场发展白皮书（2021）》显示，启明星辰集团工业防火墙、工业网闸、工业 IDS、工业态势感知系统、工控漏扫五个产品位列竞争格局领导者行列榜首，工控主机安全、工控安全审计产品继续占据行业领导者地位。

四、盈利预测

安全产品：中移动增量订单叠加与政企客户资源协同销售，23 年业务有望迎来加速增长。

安全运营与服务：与中移动各地子公司协同，业务 23 年开始有望加速增长。

我们预计 2023-2025 年公司营收为 59.93/79.62/103.98 亿元，同比增长 35%/33%/31%；归母净利润分别为 10.76/13.96/17.01 亿元，同比增长 72%/30%/22%。

表 10: 盈利预测 (按产品划分, 单位: 百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	3646.75	4386.04	4436.91	5992.86	7962.40	10397.76
YoY	18.04%	20.27%	1.16%	35.07%	32.86%	30.59%
毛利率	63.87%	65.99%	62.66%	62.97%	63.63%	63.63%
安全产品	2,534.70	2926.78	2956.72	3932.44	5190.82	6748.06
YOY	14.13%	15%	1%	33%	32%	30%
毛利率	62.86%	65.89%	62.53%	63.00%	64.00%	64.00%
安全运营与服务	1,093.62	1432.05	1453.88	2035.43	2747.83	3627.14
YOY	28.95%	31%	2%	40%	35%	32%
毛利率	66.00%	66.36%	63.09%	63.00%	63.00%	63.00%
其他业务	18.43	27.21	26.31	24.99	23.74	22.56
YOY	-9.78%	48%	-3%	-5%	-5%	-5%
毛利率	76.93%	56.63%	53.02%	55.00%	55.00%	55.00%

资料来源: wind、招商证券

风险提示

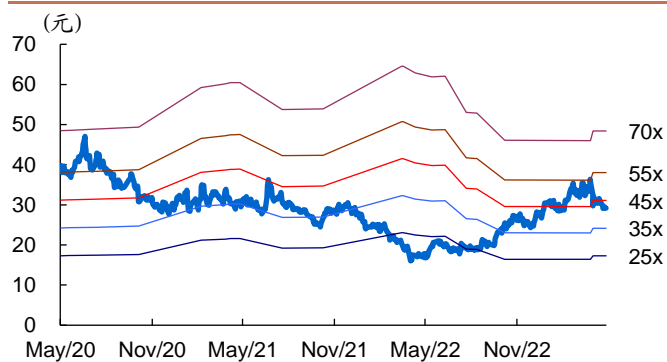
行业竞争加剧: 网安行业厂商众多, 存在竞争加剧的风险, 导致公司业绩下滑;

政策不及预期风险: 网安政策推动行业稳步增长, 存在政策落地不及预期风险, 可能会导致行业增速放缓;

增发不及预期: 增发存在不确定性, 若增发延迟或取消, 可能对公司业务开展产生重大不利影响。

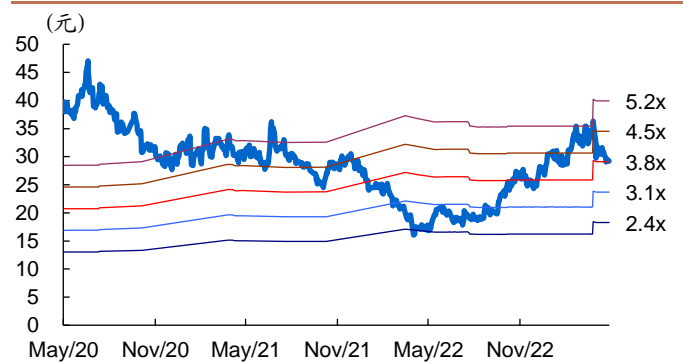
PE-PB Band

图 21: 启明星辰历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 22: 启明星辰历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6567	7341	8703	10347	12899
现金	1354	1340	1150	804	883
交易性投资	1403	1454	1454	1454	1454
应收票据	100	53	71	95	124
应收款项	2984	3853	5177	6879	8983
其它应收款	112	94	127	168	220
存货	474	448	589	769	1004
其他	139	100	135	178	233
非流动资产	2369	2661	2654	2650	2647
长期股权投资	164	222	222	222	222
固定资产	569	668	760	844	920
无形资产商誉	928	931	838	754	679
其他	709	840	834	829	825
资产总计	8936	10002	11358	12996	15546
流动负债	2055	2455	2924	3488	4754
短期借款	0	0	0	0	527
应付账款	885	1162	1556	2031	2652
预收账款	277	201	270	352	459
其他	893	1092	1098	1106	1115
长期负债	144	137	137	137	137
长期借款	1	0	0	0	0
其他	143	137	137	137	137
负债合计	2199	2592	3061	3625	4890
股本	934	953	953	953	953
资本公积金	1769	1814	1814	1814	1814
留存收益	4019	4624	5510	6583	7866
少数股东权益	16	19	20	21	23
归属于母公司所有者	6722	7391	8277	9350	10633
负债及权益合计	8936	10002	11358	12996	15546

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	318	(11)	(164)	(191)	(201)
净利润	863	627	1077	1398	1703
折旧摊销	144	173	162	160	159
财务费用	4	3	(2)	(5)	(9)
投资收益	(49)	(87)	(320)	(320)	(320)
营运资金变动	(609)	(700)	(1092)	(1437)	(1751)
其它	(35)	(27)	12	14	17
投资活动现金流	(110)	(252)	163	163	163
资本支出	(460)	(237)	(157)	(157)	(157)
其他投资	351	(16)	320	320	320
筹资活动现金流	(229)	253	(189)	(318)	117
借款变动	(168)	213	0	0	527
普通股增加	0	19	0	0	0
资本公积增加	(73)	46	0	0	0
股利分配	(48)	(23)	(191)	(323)	(419)
其他	60	(2)	2	5	9
现金净增加额	(21)	(10)	(190)	(346)	78

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4386	4437	5993	7962	10398
营业成本	1492	1657	2219	2896	3781
营业税金及附加	42	39	53	70	92
营业费用	1102	1162	1394	1812	2356
管理费用	215	209	240	358	468
研发费用	846	939	1173	1584	2139
财务费用	(10)	(8)	(2)	(5)	(9)
资产减值损失	(88)	(117)	(90)	(80)	(80)
公允价值变动收	51	20	50	50	50
其他收益	225	219	220	220	220
投资收益	49	87	50	50	50
营业利润	936	648	1146	1487	1811
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	938	645	1143	1484	1808
所得税	75	19	66	86	106
少数股东损益	1	1	1	1	2
归属于母公司净利	862	626	1076	1396	1701

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	20%	1%	35%	33%	31%
营业利润	4%	-31%	77%	30%	22%
归母净利润	7%	-27%	72%	30%	22%
获利能力					
毛利率	66.0%	62.7%	63.0%	63.6%	63.6%
净利率	19.6%	14.1%	18.0%	17.5%	16.4%
ROE	13.6%	8.9%	13.7%	15.8%	17.0%
ROIC	13.3%	8.8%	13.7%	15.8%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	24.6%	25.9%	27.0%	27.9%	31.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%
流动比率	3.2	3.0	3.0	3.0	2.7
速动比率	3.0	2.8	2.8	2.7	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	3.5	3.6	4.3	4.3	4.3
应收账款周转率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	0.90	0.66	1.13	1.47	1.79
每股经营净现	0.33	-0.01	-0.17	-0.20	-0.21
每股净资产	7.06	7.76	8.69	9.82	11.16
每股股利	0.02	0.20	0.34	0.44	0.54
估值比率					
PE	33.5	46.2	26.9	20.7	17.0
PB	4.3	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	36.9	51.4	27.5	21.9	18.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘玉萍：计算机行业首席分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士。优势领域云计算，2022 年水晶球最佳分析师第一名。

周翔宇：计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名。

孟林：计算机行业分析师，中科院信息工程研究所硕士，两年四大行技术部工作经验，两年一级市场投资经验，2020 年加入招商证券。

石恺：计算机行业研究助理，康奈尔大学电子与计算机工程、香港科技大学金融数学双硕士，华盛顿大学电子工程学士，2021 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。