

启明星辰（002439）深度研究报告

中移入主迎机遇，铸造数据安全领航者

- ❖ **数字化时代信息安全领航者，中移入主迎来跨越式发展的重大机遇。**公司深耕行业二十余年，依托核心技术优势、丰富实践经验和前瞻性发展战略，形成了以网络安全防护、网络安全监测、应用安全、数据安全、安全管理、云安全、工控安全、移动及终端安全为主的八个板块。并以 20 类细分赛道市场占有率第一以及 11 类处于市场第一阵营的产品为主，成为中国数字化场景中政企客户在网络安全产品、可信安全管理平台、安全运营与服务、安全解决方案的全能提供商。2022 年 6 月 17 日公司召开董事会审议通过以定增发行 A 股股票的方式引入中移动战略入股，2024 年 1 月 5 日完成股份发行工作，中移资本成为实际控制人，启明星辰进入跨越式发展的新时代。
- ❖ **法律法规护航网络安全行业发展，新安全场景创造增量空间。**《网络安全法》、《数据安全法》和《个人信息保护法》等法律法规的实施护航网络安全行业合规建设，加速下游行业的网络安全需求释放，根据 IDC，到 2026 年，中国网络安全支出规模预计接近 288.6 亿美元，五年复合增长率将达到 18.8%，增速位列全球第一。数字经济规模蓬勃发展带动云服务和数据要素市场迅猛增长，带动数据安全产业快速发展，预计到 2025 年有望安全产业达到 478 亿元。信创产业“2+8+N”稳步推进，预计 2025 年信创产业市场规模将突破 2 万亿元，信创产业发展离不开安全能力建设，预计网络安全作为信创产业“护城墙”将持续受益。虚拟化及云服务理念的渗透，网络安全逐步向云化、SaaS 化，其中 2021 年，中国网络安全市场安全服务占比已上升至 20%。
- ❖ **新业务保持快速增长，收入结构持续优化。**在新业务方向，截止 23 年上半年累计 12 款产品（17 款子产品）进入中国移动核心能力及自主产品清单，产品能力覆盖云安全、数据安全、工业互联网安全、终端安全等各领域。营收方面，2023H1 涉云网络安全收入较上年同期增长超 100%，工业互联网安全收入较上年同期增长超 30%云安全管理平台、统一身份认证系统、全流量分析取证、零信任 SDP、网络安全靶场等产品业务收入实现 100% 以上的增长；5G 安全产品、超级 SIM 安全网关等新产品已落地具体项目，取得实际应用。
- ❖ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 52.34 亿元、64.92 亿元、78.82 亿元，对应增速 18.0%、24.0%、21.4%；归母净利润为 8.96 亿元、12.94 亿元、15.98 亿元，对应增速分别为 43.1%、44.5%、23.5%；对应 EPS（摊薄）分别为 0.73 元、1.06 元、1.30 元。估值方面，参考可比公司，我们给予公司 2024 年 30xPE，对应目标价 31.8 元。首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**产品销售季节性风险；与中国移动战略合作不达预期；开展新业务不达预期。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	4,437	5,234	6,492	7,882
同比增速(%)	1.2%	18.0%	24.0%	21.4%
归母净利润(百万)	626	896	1,294	1,598
同比增速(%)	-27.3%	43.1%	44.5%	23.5%
每股盈利(元)	0.51	0.73	1.06	1.30
市盈率(倍)	36	25	18	14
市净率(倍)	3.1	2.8	2.5	2.2

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为 2024 年 1 月 31 日收盘价

强推（首次）

目标价：31.8 元

当前价：18.52 元

华创证券研究所

证券分析师：吴鸣远

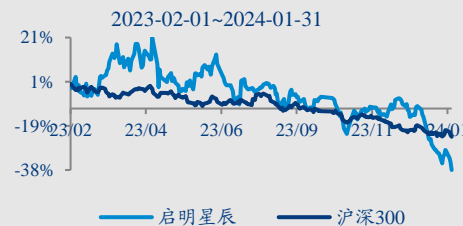
邮箱：wumingyuan@hcyjs.com

执业编号：S0360523040001

公司基本数据

总股本(万股)	122,680.88
已上市流通股(万股)	72,441.25
总市值(亿元)	227.20
流通市值(亿元)	134.16
资产负债率(%)	24.12
每股净资产(元)	7.94
12 个月内最高/最低价	36.33/18.52

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

分析网络安全行业景气程度，对公司进行系统性梳理，阐明了公司可持续发展的驱动力，深度剖析公司竞争优势。

投资逻辑

公司在网络安全领域竞争力强。启明星辰作为一家技术扎实、产品和业务与时俱进、服务专业、营销网络覆盖全面的网络安全公司，在网络安全领域拥有多方面的核心竞争力：1) 产品持续完善的体系能力；2) 坚实完备的平台能力；3) 行业领先的安全攻防能力等。

网络安全行业法律法规逐渐完善。近年来，《网络安全法》、《数据安全法》和《个人信息保护法》等法律法规的实施，加速下游行业的需求释放。

数据安全、信创产业发展，网络安全空间广阔。数字经济规模蓬勃发展带动云服务和数据要素市场迅猛增长，带动数据安全产业快速发展，预计到 2025 年有望安全产业达到 478 亿元。信创产业是“内驱外压”的必然结果，预计 2025 年信创产业市场规模将突破 2 万亿元，信创产业的快速发展，离不开安全能力建设，网络安全将持续受益。根据 IDC，到 2026 年，中国网络安全支出规模预计接近 288.6 亿美元，五年复合增长率将达到 18.8%，增速位列全球第一。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 52.34 亿元、64.92 亿元、78.82 亿元，对应增速 18.0%、24.0%、21.4%；归母净利润为 8.96 亿元、12.94 亿元、15.98 亿元，对应增速分别为 43.1%、44.5%、23.5%；对应 EPS（摊薄）分别为 0.73 元、1.06 元、1.30 元。估值方面，选取深信服、奇安信、天融信、安恒信息作为可比公司，我们给予公司 2024 年 30xPE，对应目标价 31.8 元。首次覆盖，给予“强推”评级。

目 录

一、 启明星辰：数字化时代信息安全领航者	6
(一) 积极拓展新兴安全领域，打造数据安全龙头	6
1、 中移资本入主，步入跨越式发展时代	6
2、 积极拓展新兴安全领域，成就数据安全龙头	6
(二) 公司产品谱系完善，多项产品市场领先	7
(三) 实际控制人变更为中移动	8
(四) 公司财务稳健，盈利能力凸显	9
1、 营收稳健增长，盈利水平行业领先	9
2、 产品业务稳健增长，服务业务占比快速提升	10
3、 积极降本增效控费，侧重研发持续投入	10
二、 政策护航行业发展，数字化、信创产业化、服务化转型带来增量空间	12
(一) 政策法规密集出台，推动需求持续释放	12
(二) 数字化、信创产业化、服务化转型，迈向千亿级市场规模	12
1、 网安复合增长率领跑全球，行业保持高景气度	12
2、 数字经济规模蓬勃增长，数据安全风险敞口随之增大。	13
3、 信创产业成为国家战略，打开市场规模	14
4、 虚拟化及云服务理念渗透，网安行业服务化转型	15
(三) AI 赋能安全，网安行业遇新机遇	15
三、 拥抱技术创新，深化新业务布局	17
(一) 数据时代，打造“数据绿洲”	17
(二) 云安全升级涉云安全，实现端到云全链路安全互访	18
(三) 积极探索 AI 与安全融合	19
(四) 加强与中移合作，深入细分场景	20
四、 盈利预测及估值	22
五、 风险提示	24

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 数据安全体系框架	7
图表 3 产品体系	7
图表 4 公司主要产品市场地位	8
图表 5 公司股权结构图（截至 2024 年 1 月 5 日）	9
图表 6 公司 2015-2023Q1-3 营业收入（亿元）	9
图表 7 公司 2015-2023Q1-3 归母净利润（亿元）	10
图表 8 公司 2015-2023Q1-3 净利率与毛利率	10
图表 9 公司 2019-2023H1 主营业务分产品占比	10
图表 10 2017-2023 Q1-3 研发费用（亿元）	11
图表 11 2015-2023 Q1-3 管理费用与销售费用（亿元）	11
图表 12 国家网络安全的顶层设计	12
图表 13 全球网络安全市场支出预测（单位：亿美元）	13
图表 14 中国网络安全市场支出预测（单位：亿美元）	13
图表 15 中国数字经济市场规模	13
图表 16 数据泄露事件分布	13
图表 17 数据安全产业 2025-2035 年发展目标	14
图表 18 信创产业链	14
图表 19 信创呈现“2+8+N”的渗透形态	15
图表 20 中国网络安全服务、硬件、软件占比	15
图表 21 AI 在网络安全防护中的应用	16
图表 22 语料及生成内容的主要安全风险	16
图表 23 2022-2025E 中国数据安全防护与治理市场规模	17
图表 24 公司数据安全总体框架	17
图表 25 中国云计算市场规模	18
图表 26 中国移动 5G 移动云经营情况概要	18
图表 27 2020-2022 年中国云安全市场规模（亿元）	18
图表 28 涉云安全布局	19
图表 29 大模型应用	19
图表 30 “PanguBot 盘小古”安全智慧生命体示意图	20
图表 31 公司工业互联网安全场景应用	20
图表 32 公司车联网安全场景应用平台	21
图表 33 公司智慧信息屏物联网安全防护部署图	21

图表 34 公司业务拆分及预测（单位：百万元）	22
图表 35 公司期间费用率假设	22
图表 36 可比公司估值（截止 2024.1.31）	23

一、启明星辰：数字化时代信息安全领航者

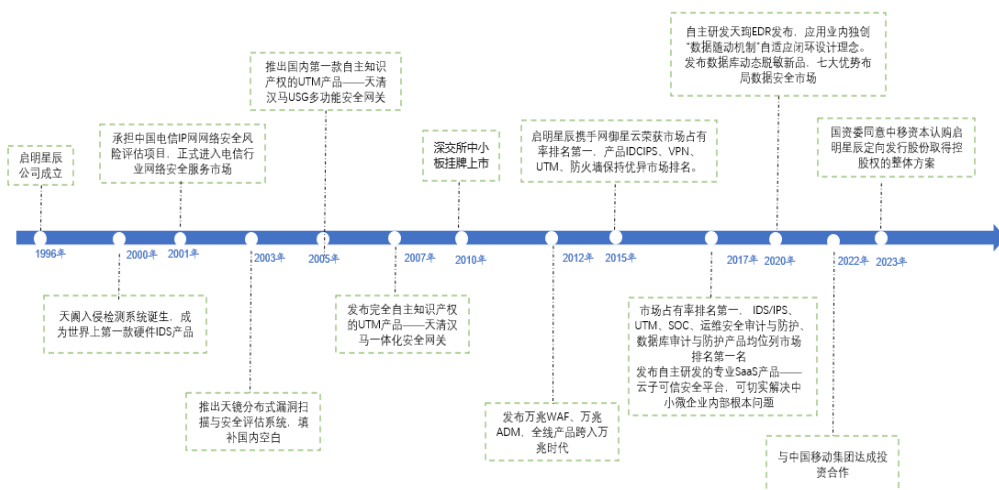
（一）积极拓展新兴安全领域，打造数据安全龙头

启明星辰成立于 1996 年，以入侵检测产品和安全服务为核心业务进入国内信息安全市场，现已成为国内领先的网络安全产品、可信安全管理平台、安全运营与服务、安全解决方案的综合供应商。

1、中移资本入主，步入跨越式发展时代

1996 年，留美博士严望佳女士创建启明星辰；2000 年，世界上第一款硬件 IDS 产品天阉入侵检测系统诞生；2003 年，推出天镜分布式漏洞扫描与安全评估系统，填补国内空白；2010 年，公司在深交所上市；2022 年，与中国移动达成投资合作协议；2023 年 12 月，对发行对象为中移资本控股有限责任公司的定增募资已完成，募资总额 40.63 亿元，发行数量为 2.83 亿股，公司与中国移动进入到战略融合新阶段，2024 年 1 月 5 日完成股份发行工作，中移资本成为实际控制人，启明星辰将进入跨越式发展的新时代。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官方公众号、华创证券

2、积极拓展新兴安全领域，成就数据安全龙头

布局新兴安全领域。“十四五”期间，各行业进入数字化转型高速发展阶段，新技术、新方向、新场景持续涌现，公司处于从网络安全跃升到网络安全结合业务安全、数据安全“三位一体”的重大战略升级时期，重点布局数据要素化安全、涉云安全、大数据 AI 安全分析、工业数字化安全等新兴安全领域。

连续 8 年位居中国数据安全市场前列。2003 年，公司推出第一款数据安全产品，填补了当时国内市场空白。2021 年，公司成立 DT（数据时代）总部，推出面向数据系统属性、业务属性、经济属性的全方位数据安全技术与管理框架体系—数据绿洲。2023 年，发布新一代数据安全-“数据绿洲”，遵循数据资源化、资产化、资本化的发展通道，将安全融入到行业数据治理开发及数据要素流通相关业务中，实现数据与安全、数据与行业、数据与应用的紧密结合，突出和打造了数据汇聚、治理、开发、分析、流通，以及安全识别、保护、检测、预警及响应的十大战略能力，实现在数据要素化下的“安全与

业务战略协同”新体系。根据启明星辰官方公众号引述赛迪顾问，启明星辰以 8.5%的份额位居中国数据安全市场第一位，连续 8 年领跑数据安全市场。

图表 2 数据安全体系框架



资料来源：公司官网、华创证券

(二) 公司产品谱系完善，多项产品市场领先

安全产品谱系完善。公司深耕行业二十余年，依托核心技术优势、丰富实践经验和前瞻性发展战略，形成了以网络安全防护、网络安全监测、应用安全、数据安全、安全管理、云安全、工控安全、移动及终端安全为主的八个板块。

图表 3 产品体系

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
安全网关UTM	入侵检测IDS	Web应用防火墙	数据防泄露系统	安全管理平台	云安全资源池	工业防火墙	内网终端安全管理
防火墙	入侵防御IPS	Web应用审计	数据库审计与防护	态势感知平台	云安全管理平台	工控DS与审计	移动应用安全加固
下一代防火墙	网络流量融合探针	网页防篡改	数据库静态脱敏	日志审计	云Web应用审计	工控脆弱性扫描	移动应用安全检测
防火墙策略梳理	APT高级威胁检测	视频安全防护系统	数据库动态脱敏	配置核查	云数据库审计	工业SOC	移动应用渠道监控
网闸	TAR威胁分析一体机	视频应用审计	文档加密	网络行为分析	虚拟WAF	工业网闸	应用安全加固平台
单向光闸	机	应用交付控制系统	电子签章	业务支撑管理系统	云子可信SaaS	工控检查工具箱	应用安全检测分析
VPN/密码机	网络审计	数据安全交换系统	堡垒机	资产发现与管理	安星网站安全SaaS	工业主机防护系统	应用安全渠道监测
漏洞扫描	上网行为管控	实时数据同步系统	数据库防火墙	漏洞管理平台		工控态势感知	敏感数据分析检测
抗拒绝服务系统	应急处置工具箱	应用安全管控系统	数据库加密	弱口令核查			敏感数据加固保护
网络接入控制系统	安全无线控制系统			4A管理平台			终端威胁检测响应
零信任SDP	邮件安全管理系统			数据安全治理平台			
物联网安全防护	网络流攻击分析			网络安全靶场平台			
	欺骗防御系统						

资料来源：公司官网、华创证券

多项产品市场领先。公司是国内实力雄厚、拥有完全自主知识产权的网络安全供应商，多款产品连续多年保持市场占有率第一，在态势感知、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，技术能力始终保持领先，成为中国数字化场景中政企客户在网络安全产品、可信安全管理平台、安全运营与服务、安全解决方案的首选提供商。

图表 4 公司主要产品市场地位

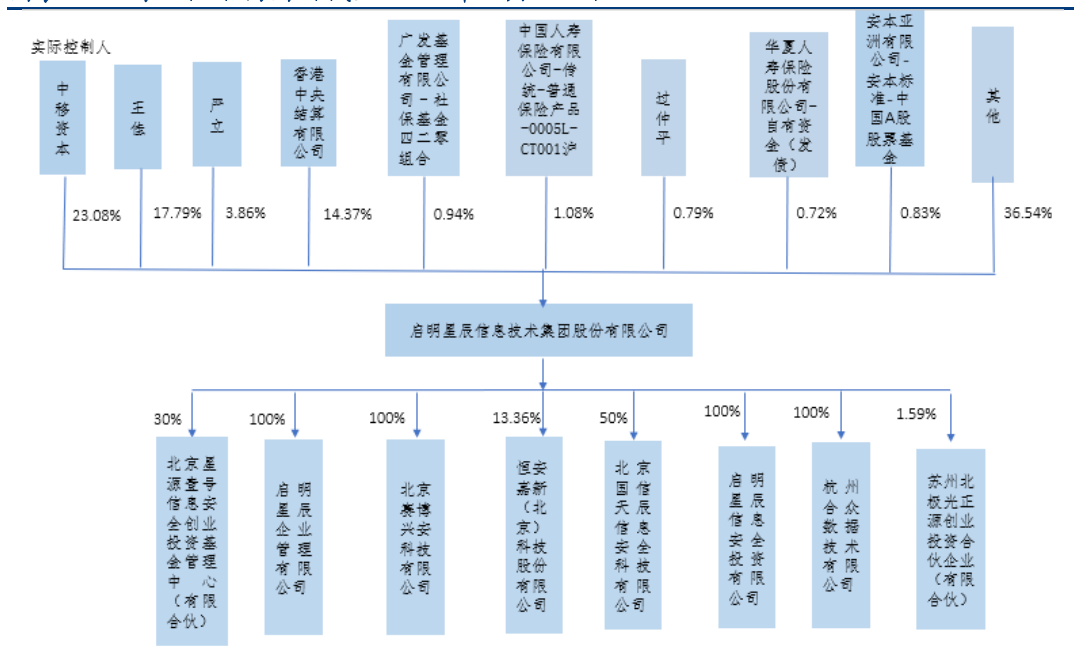
类别	产品	排名
数据安全	数据安全	2015 年至今中国市场占有率持续第一
	数据库安全审计与防护	2014 年至今中国市场占有率持续第一
	运维安全审计	2016 年至今中国市场占有率持续第一
	数据安全基础设施管理平台	2021 年入围 Gartner 亚太特权管理魔力象限 获《IDC TechScape: 中国数据安全技术发展路线图, 2022》数据安全基础设施管理平台推荐厂商
	数据安全服务	获《IDC Perspective: 中国数据安全服务市场洞察, 2022》数据安全服务推荐厂商
零信任	零信任网络访问解决方案	获《IDC MarketScape: 中国零信任网络访问解决方案》中国零信任网络访问解决方案厂商评估领导者
安全运营	托管安全服务	2019 年起市场占有率持续第一
物联网安全	视频物联安全	2021 年至今中国市场占有率持续第一
	视频物联边界安全	2021 年至今中国市场占有率持续第一
工控安全	工业互联网安全	2021 年市场地位与发展能力双料第一
	工业防火墙	2018 年至今中国市场占有率持续第一
	工控 IDS	2019 年至今中国市场占有率持续第一
	工控网闸	2019 年至今中国市场占有率持续第一
	工业态势感知	2020 年至今中国市场发展能力持续第一
	工控漏扫	2020 年至今中国市场发展能力持续第一
应用安全	硬件 Web 应用防火墙	2017 年入围 Gartner WAF 魔力象限 2018 年至今大中华区及中国区市场排名第一
基础安全	网络安全硬件	2022 年中国市场占有率第一
	安全管理平台	2008 年起中国市场占有率第一 2017 年国内首家入围 Gartner SIEM 魔力象限并连续多次入围
	日志审计	2019 年至今中国市场占有率持续第一
	脆弱性扫描	2017 年至今中国市场占有率持续第一
	安全网关	2007 年至今中国市场占有率持续第一 自 2016 年起连续多次入围 Gartner UTM 魔力象限
	网闸	2013 年至今中国市场占有率持续第一
	IDS/IPS	2002 年至今中国市场占有率持续第一 自 2016 年起连续多次入围 Gartner IDPS 魔力象限

资料来源：公司公告、华创证券

（三）实际控制人变更为中移动

定增股票发行完成，实控人变更为中移资本。2022 年 6 月 17 日，启明星辰与中国移动集团签署《战略合作协议》，就双方战略定位及发展目标、合作领域及合作方式等事宜达成了一致。2024 年 1 月 5 日完成股份发行工作，中移资本持股 23.08%，董事长王佳与丈夫合计持股 21.65%，实际控制人变更为中国移动集团。

图表 5 公司股权结构图（截至 2024 年 1 月 5 日）



资料来源: wind、华创证券

(四) 公司财务稳健，盈利能力凸显

1、营收稳健增长，盈利水平行业领先

公司营业收入自 2010 年上市以来主营业务收入保持高速增长，除 2022 年外，其余年份增速均超过 10%，2015-2021 年期间 CAGR 为 19.1%，仅 2022 年因受外部环境影响增速为 1.16%。公司 2023 年前三季度实现营业收入 25.34 亿元，同比增长 16.84%。

图表 6 公司 2015-2023Q1-3 营业收入（亿元）

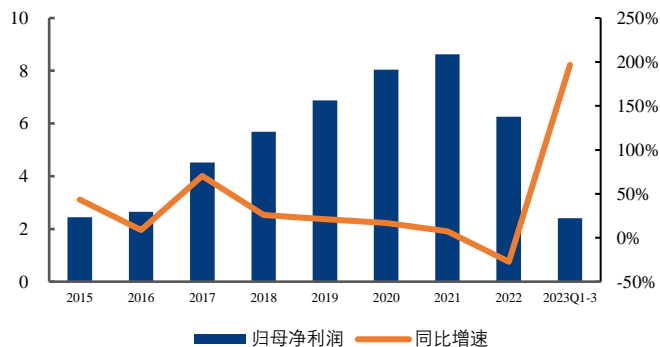


资料来源: wind、华创证券

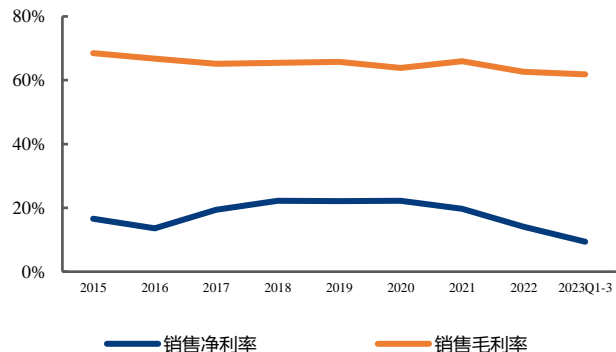
2016-2021 年公司展现了强劲的盈利能力，期间归母净利润 CAGR 为 23.41%；2022 年公司在面对极具挑战的外部环境，以及进行新业务布局加大研发投入的背景下，归母净利润为 6.26 亿元，较上年同期下滑 27.33%。而 2023 年前三季度公司实现归母净利润

2.41 亿元，较上年同期提升 196.72%，实现盈利能力继续回升。毛利率方面，毛利率水平依然维持在较高水平。2023 年前三季度毛利率为 61.85%，其中第二季度毛利率大幅提升至 70.12%，环比第一季度提高了 19.03%，主要系低毛利率的集成业务减少。

图表 7 公司 2015-2023Q1-3 归母净利润 (亿元)



图表 8 公司 2015-2023Q1-3 净利率与毛利率



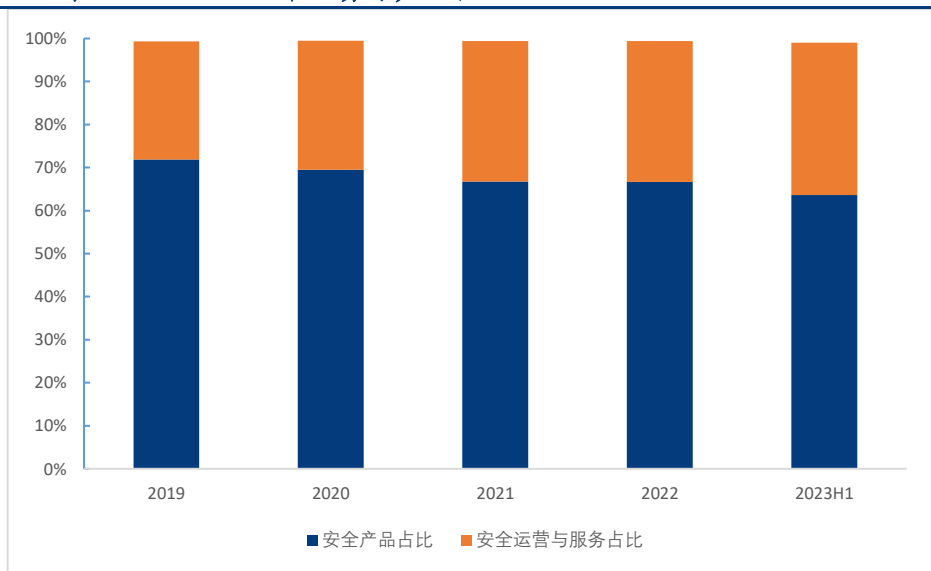
资料来源: wind、华创证券

资料来源: wind、华创证券

2、产品业务稳健增长，服务业务占比快速提升

安全产品业务为主，服务占比快速提升。2023 上半年，公司安全产品、安全运营与服务营收分别为 9.68 亿元、5.39 亿元，占营收比例分别为 63.59%、35.44%。其中安全运营与服务占比较上年提升 6.88pct。

图表 9 公司 2019-2023H1 主营业务分产品占比

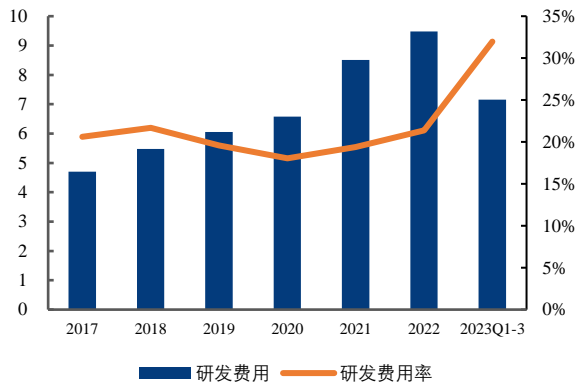


资料来源: wind、华创证券

3、积极降本增效控费，侧重研发持续投入

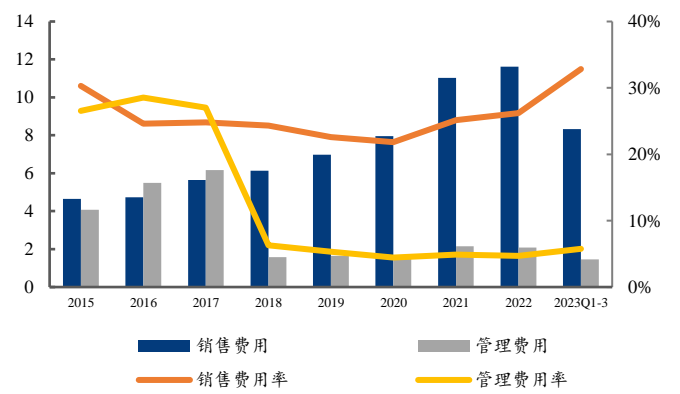
2022 年，公司积极进行新业务战略规划，并大幅增加研发投入，2022 年研发费用为 9.39 亿元，同比增长 11%，2023 年前三季度研发费用为 7.68 亿元，同比增长 7%。2023 年前三季度公司积极降本增效，费用精细化管理，管理费用和销售费用分别较 2022 年同期减少 10.2%和 12.2%。

图表 10 2017-2023 Q1-3 研发费用 (亿元)



资料来源: wind、华创证券

图表 11 2015-2023 Q1-3 管理费用与销售费用 (亿元)



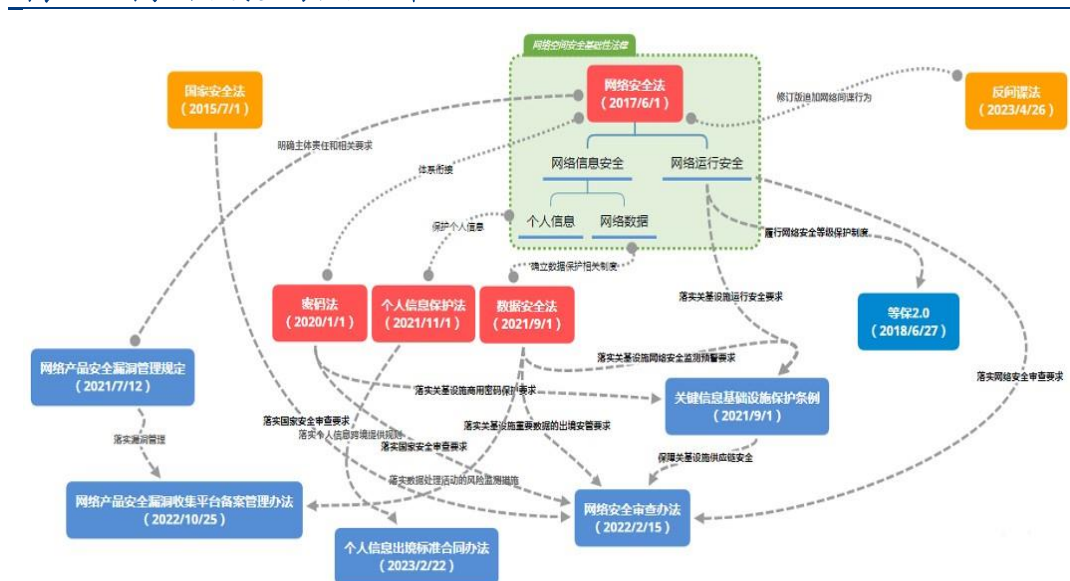
资料来源: wind、华创证券

二、政策护航行业发展，数字化、信创产业化、服务化转型带来增量空间

(一) 政策法规密集出台，推动需求持续释放

网络安全立法体系业已形成，正持续夯实完善。自 2010 年 10 月发布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中着重提出了“未来应以建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施”的要求后，国家网络安全政策不断加码，特别在 2016 年全国人大常委会发布《中华人民共和国网络安全法》中规定了“实行网络安全等级保护制度”确立了等保制度的法律地位，并在此基础上先后出台了《密码法》、《数据安全法》、《个人信息保护法》、《网络安全审查办法》等重要法律法规。政策法规的实施极大地推动网络安全行业的高速增长。

图表 12 国家网络安全的顶层设计



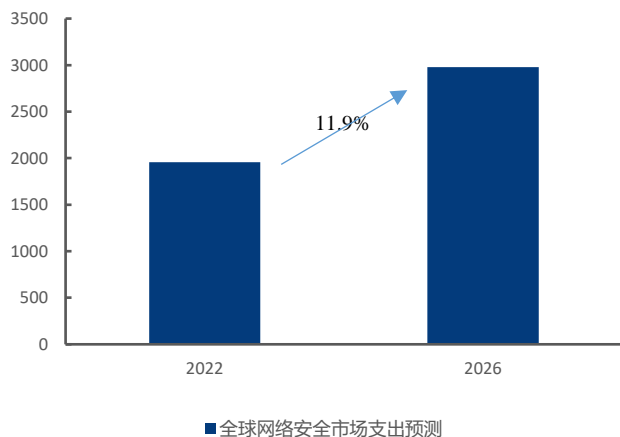
资料来源：数说安全《数说安全：2023 中国网络安全产业八大趋势》，华创证券

(二) 数字化、信创产业化、服务化转型，迈向千亿级市场规模

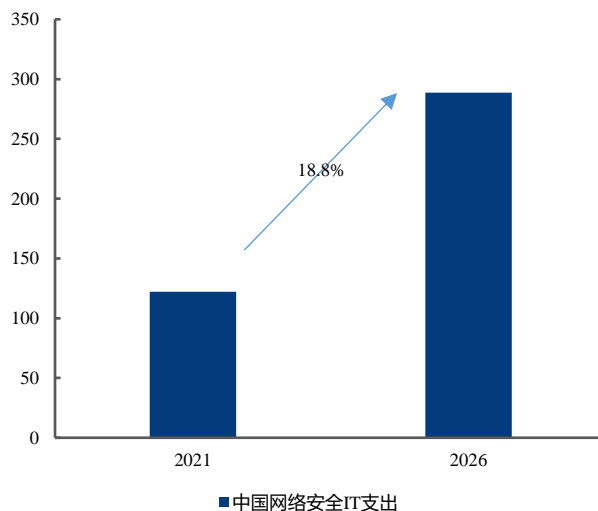
1、网安复合增长率领跑全球，行业保持高景气度

中国网络安全市场支出复合增长率领跑全球，行业保持高景气度。根据 IDC《2023 年 V1 全球网络安全支出指南》数据显示，2022 年全球网络安全相关硬件、软件、服务总投资规模为 1955.1 亿美元，预计在 2026 年增至 2979.1 亿美元，五年复合增长率（CAGR）约为 11.9%；2021 年中国网络安全支出规模为 122 亿美元，预计到 2026 年，中国网络安全支出规模将达到 288.6 亿美元，在 2022-2026 的五年预测期内，中国网络安全相关支出将以 18.8% 的年复合增长率增长，增速位列全球第一。

图表 13 全球网络安全市场支出预测 (单位: 亿美元)



图表 14 中国网络安全市场支出预测 (单位: 亿美元)



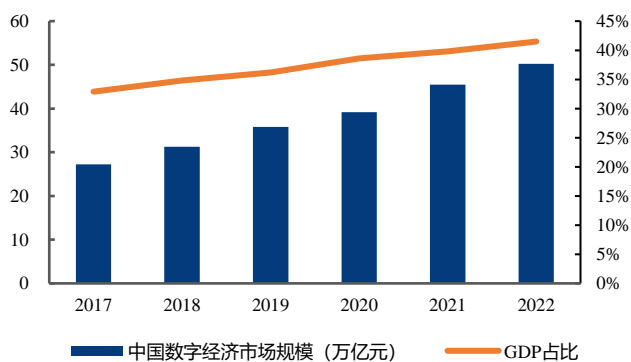
资料来源: IDC《2023年VI全球网络安全支出指南》, 华创证券

资料来源: IDC《2023年VI全球网络安全支出指南》, 华创证券

2、数字经济规模蓬勃增长, 数据安全风险敞口随之增大。

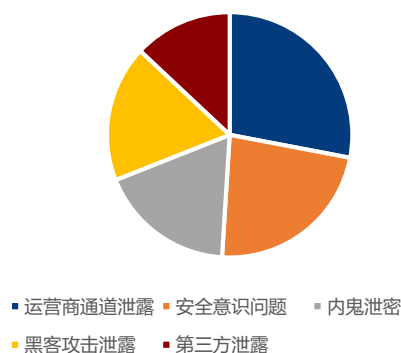
数字经济规模蓬勃增长, 数据安全风险敞口随之增大。根据信通院研究, 中国数字经济发展迅速, 在全球新经济格局下扮演关键角色。2022年我国数字经济规模达50.2万亿元, 总量稳居世界第二, 占GDP比重提升至41.5%, 数字经济成为稳增长促转型的重要引擎。企业大规模数字化转型, 必然同时带来海量数据安全敞口, 据威胁猎人情报平台, 在2022年发现并验证有效的数据泄露事件超过3200起, 与2021年相比, 上升了将近一倍, 其中运营商通道泄露占比最大, 达到28%。

图表 15 中国数字经济市场规模



资料来源: 中国信通院、新华社、中央政府官网、上海证券报、华创证券

图表 16 数据泄露事件分布



资料来源: 威胁猎人《2022年数据资产泄露分析报告》转引自安全419、华创证券

数据要素市场建设加速, 数据安全伴随增长。2023年1月国家发布《工业和信息化部等十六部门关于促进数据安全产业发展的指导意见》, 该指导意见划定了数据安全产业2025-2035年的发展目标, 计划到2025年数据安全产业规模超1500亿元, 年复合增长率超30%。随着数据要素市场建设的加速, 数据安全领域也将保持快速增长。

图表 17 数据安全产业 2025-2035 年发展目标

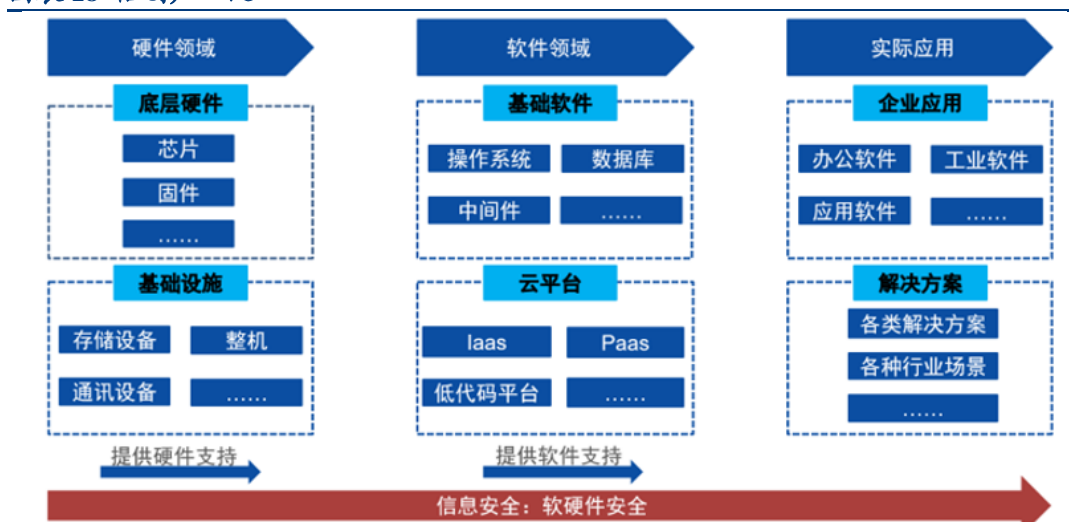


资料来源：数说安全《数说安全：2023 中国网络安全产业八大趋势》，华创证券

3、信创产业成为国家战略，打开市场规模

信创产业，即信息技术应用创新产业，旨在实现从 IT 底层的基础软硬件到上层的应用软件全产业链的安全、可控。为了解决核心技术“卡脖子”、“受制于人”等问题，信息技术应用创新发展已是目前的一项国家战略，也是当今形势下国家经济发展的新动能。

图表 18 信创产业链



资料来源：前瞻产业研究院《预见 2022：《2022 年中国信创产业全景图谱》（附市场规模、细分市场、竞争格局和发展趋势等）》，华创证券

信创产业“2+8+N”稳步推进，市场规模将进一步打开。目前我国信创体系为“2+8+N”，“2”是指党、政，“8”是指关于国计民生的八大行业：金融、电力、电信、石油、交通、教育、医疗、航空航天，“N”则是指把信创产品全面应用到消费市场。N 个行业的信创于 2023 年开始启动，市场空间可期。根据海比研究院数据显示，2022 年信创产业规模达 9220.2 亿元，近五年复合增长率为 35.7%，预计 2025 年突破 2 万亿。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/308073016050006033>