

启明星辰 (002439) / 计算机

证券研究报告/公司点评

2023年5月7日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 31.02

分析师: 闻学臣

执业证书编号: S0740519090007

分析师: 苏仪

执业证书编号: S0740520060001

Email: suyi@r.qizq.com.cn

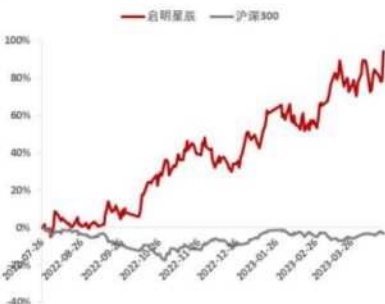
**公司盈利预测及估值**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,386	4,437	6,103	7,887	10,076
增长率 yoy%	20%	1%	38%	29%	28%
净利润	862	626	1,008	1,404	1,781
增长率 yoy%	7%	-27%	61%	39%	27%
每股收益 (元)	0.90	0.66	1.06	1.47	1.87
每股现金流量	0.33	-0.01	0.85	1.22	1.60
净资产收益率	13%	8%	12%	10%	12%
P/E	34.3	47.2	29.3	21.0	16.6
P/B	4.4	4.0	3.6	2.2	2.0

备注: 股价为 2022 年 5 月 5 日收盘价

**基本状况**

总股本(百万股)	952.60
流通股本(百万股)	724.41
市价(元)	31.02
市值(百万元)	29549.76
流通市值(百万元)	22471.28

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 《启明星辰 (002439) : 业绩成长性良好, 新安全成为核心增长点》
- 2 《启明星辰 (002439) : Q2 业绩边际改善显著, 战略新业务加速推进》
- 3 《启明星辰(002439): 收入逐季度加速, 业绩边际改善显著》

**投资要点**

- **投资事件:** 公司发布 2023 年一季报: 2023 年 Q1 营业收入 7.88 亿元, 同比增长 39.56%; 归母净利润-0.66 亿元, 亏损大幅收窄 32.6%; 扣非归母净利润-1.00 亿元, 亏损收窄 18.24%。
- **一季度营收超预期, 公司处于重大战略升级时期。** 2023 年一季度公司营业收入为 7.88 亿元, 同比增长 39.56%, 一季度营收超预期。公司与中国移动在 2022 年已开启总部-省-市三级全面对接, 与中国移动集团及 20 余家集团下属公司分别签署了具体和细化的战略合作协议, 进一步构建网、云、数、智、安、边、端、链一体化协同的安全防御机制。当前, 公司正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, 叠加中国移动战略协同资源推动公司业务实现拓维和跃变; 同时, 继续强化启明星辰长期深耕的网络安全业务高质量发展, 筑牢在经典网安板块的领先地位, 在双业务引擎的驱动下, 促进公司业务稳健、提速、健康发展。公司一季度订单增速约为 45% 左右, 保证了公司未来业绩的持续增长。
- **毛利率略有下滑, 公司有效实现控费。** 2023 年 Q1 公司毛利率为 51%, 同比下降近 17pcts, 主要原因是一季度有较多的与中国移动的协同项目及服务项目, 导致毛利率下滑较为明显。但是这些项目都是与中国移动协同过程中的重要战略型项目, 特别是云能力中心的建设项目, 公司当前需先进入卡位优势, 后期再深耕安全产品。所以长期来看, 公司全年毛利率水平预计维持在 60%。2023 年 Q1 公司三费合计 5.68 亿元, 同比下降 5%, 其中销售费用/管理费用/研发费用分别为 2.72/0.50/2.46 亿元, 较去年同期分别增加-12.04%/-9.65%/5.43%。公司已经在前场营销侧进行了严格的费用管控, 未来公司在销售费用上也会做结构性调整, 在研发方面会继续加大投入并逐步增加研发人员, 增速会保持平稳。
- **发布“移动云|星辰”品牌, 持续布局推进 AI 进度。** 公司涉云安全布局主要包含云安全、安全云、边缘云安全、接入侧安全、云安全 SaaS 服务, 公司启明星辰拥有完整的“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。公司与中国移动的合作不断加深, 在“移动云大会”上发布了“移动云|星辰”品牌, 此后移动云所覆盖的安全领域都会以“移动云|星辰”品牌作为前导推进。未来公司在 AI 方向的布局会从两方面展开, 一方面是将 AI 应用于公司的整体安全活动, 另一方面公司将

继续推进三大技术路线，一是使用符号式 AI 模型，二是采用大模型处理已经积累的安全相关的样本大数据，三是基于已训练到一定程度的广义泛能力大模型通过安全垂直领域的的数据训练模型。而在 AI 方面公司也将与中国移动进行深度合作。

- **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司收入 61.03、78.87、100.76 亿元，同比增长 38%、29%、28%；归母净利润 10.08、14.04、17.81 亿元，同比增长 61%、39%、27%。同时我们预计三费率较 2022 年有所小幅下调。公司 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 1.06/1.47/1.87 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**业务发展不及预期，疫情影响，信息安全行业竞争加剧。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,340	1,451	6,140	7,090	营业收入	4,437	6,103	7,887	10,076
应收票据	53	92	95	101	营业成本	1,657	2,236	2,886	3,748
应收账款	3,853	4,363	5,024	5,808	税金及附加	39	55	72	92
预付账款	29	45	63	94	销售费用	1,162	1,465	1,830	2,297
存货	448	564	687	838	管理费用	209	275	315	383
合同资产	37	61	118	181	研发费用	939	1,208	1,506	1,864
其他流动资产	1,618	1,686	1,788	1,904	财务费用	-8	-13	-37	-65
流动资产合计	7,341	8,201	13,797	15,834	信用减值损失	-98	-70	-75	-80
其他长期投资	311	338	368	404	资产减值损失	-19	-15	-14	-13
长期股权投资	222	232	242	252	公允价值变动收益	20	30	40	50
固定资产	668	686	696	701	投资收益	87	59	65	70
在建工程	0	399	749	1,049	其他收益	219	200	200	200
无形资产	168	223	265	304	营业利润	648	1,082	1,530	1,984
其他非流动资产	1,292	1,361	1,416	1,473	营业外收入	1	1	2	1
非流动资产合计	2,661	3,239	3,737	4,183	营业外支出	4	4	4	4
资产合计	10,002	11,440	17,533	20,016	利润总额	645	1,079	1,528	1,981
短期借款	0	1	1	1	所得税	18	70	123	198
应付票据	3	1	1	2	净利润	627	1,009	1,405	1,783
应付账款	1,159	1,454	1,818	2,249	少数股东损益	1	1	1	2
预收款项	11	12	16	20	归属母公司净利润	626	1,008	1,404	1,781
合同负债	190	305	473	705	NOPLAT	619	996	1,371	1,724
其他应付款	358	358	358	358	EPS (按最新股本摊薄)	0.66	1.06	1.47	1.87
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	734	933	1,132	1,407					
流动负债合计	2,455	3,065	3,800	4,743					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	137	136	141	146					
非流动负债合计	137	136	141	146					
负债合计	2,592	3,200	3,941	4,889					
归属母公司所有者权益	7,391	8,220	13,571	15,105					
少数股东权益	19	20	21	23					
所有者权益合计	7,410	8,240	13,592	15,128					
负债和股东权益	10,002	11,440	17,533	20,016					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-11	805	1,160	1,526
现金收益	792	1,088	1,472	1,831
存货影响	27	-116	-123	-151
经营性应收影响	-782	-549	-669	-807
经营性应付影响	581	294	369	436
其他影响	-629	88	111	218
投资活动现金流	-252	-512	-456	-394
资本支出	-252	-565	-507	-456
股权投资	-59	-10	-10	-10
其他长期资产变化	59	63	61	72
融资活动现金流	253	-182	3,984	-182
借款增加	-1	1	0	0
股利及利息支付	-24	-290	-416	-520
股东融资	4	0	0	0
其他影响	274	107	4,400	338

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	1.2%	37.5%	29.2%	27.7%
EBIT增长率	-31.3%	67.1%	39.9%	28.6%
归母公司净利润增长率	-27.3%	61.0%	39.3%	26.9%
获利能力				
毛利率	62.7%	63.4%	63.4%	62.8%
净利率	14.1%	16.5%	17.8%	17.7%
ROE	8.4%	12.2%	10.3%	11.8%
ROIC	14.7%	20.9%	14.3%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	25.9%	28.0%	22.5%	24.4%
债务权益比	1.8%	1.7%	1.0%	1.0%
流动比率	3.0	2.7	3.6	3.3
速动比率	2.8	2.5	3.4	3.2
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.5
应收账款周转天数	277	242	214	194
应付账款周转天数	222	210	204	195
存货周转天数	100	81	78	73
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	1.06	1.47	1.87
每股经营现金流	-0.01	0.85	1.22	1.60
每股净资产	7.76	8.63	14.25	15.86
估值比率				
P/E	47	29	21	17
P/B	4	4	2	2
EV/EBITDA	37	26	19	15

数据来源：中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。