

启明星辰(002439)

报告日期: 2023年05月01日

控费趋势持续, 股权激励目标高于年报指引

——启明星辰 2023 一季报点评

事件:

公司发布 2023 年一季度报告, 2023 年一季度实现营业收入 7.88 亿元 (同比增长 39.56%), 归母净利润-0.66 亿元 (同比减亏 32.6%), 扣非后归母净利润-1.00 亿元 (同比减亏 18.24%)。

同时, 公司发布 2022 年限制性股票激励计划 (草案修订稿), 将 2022 年限制性股票激励计 (草案) 中 23/24 年收入激励目标从相较于 2021 年收入实现 45%/70% 增长修订为相较于 2021 年收入 35%/65% 增长; 利润激励目标从相较于 2021 年净利润实现 55%/85% 增长修订为相较于 2021 年净利润实现 25%/55% 增长。

点评:

□ 收入增长快速, 主要是中国移动战略协同深入, 为公司注入增量收入

公司 2023 年一季度实现营业收入 7.88 亿元, 同比增长 39.56%, **超过市场预期**, 我们认为主要原因是公司与中国移动业务协同持续推进, 在安全市场联合拓展等领域合作关系进一步加深。同时我们预计随着网络安全领域重要政策的密集出台以及公司与中国移动战略合作深化落地, 公司云安全、数据安全等市场需求有望持续释放, 保持高态增势, 加速推动公司实现业务由网络安全向网络安全结合业务安全、数据安全“三位一体”的拓维和跃变。

□ 毛利率下降, 但毛利实现正向增长

公司 2023Q1 毛利率为 51%, 相较于 2022Q1 下降约 17pct, 我们认为主要是公司与中国移动合作的集成项目 (毛利率较低) 收入占比增大且公司一季度收入绝对数值较低所致。但如我们在公司 2022 年报点评中所表达的观点, 尽管公司与中国移动合作收入的持续增加使得公司毛利率水平承压, 但**考虑到公司收入增长的加速促进毛利增长以及公司控费举措的持续, 我们认为公司 2023 年利润仍有较大释放空间**。公司 2023Q1 虽然毛利率下降, 但是毛利增长仍为正, 对利润增长起到了正向贡献。

□ 公司控费成效显著, 费用率有望进一步摊薄

公司 2023Q1 销售、管理、研发费用分别为 2.72 亿元、0.50 亿元、2.46 亿元, 同比增长-12.04%、-9.65%、5.43%, 相较于 2022Q1 费用增长率显著下降 (2022Q1 三大费用分别同比增长 27.70%、28.49%、18.21%), **体现出公司在 2022 年的基础上持续积极降本控费**, 我们认为伴随 2023 年收入增长的加速, 费用率有望进一步摊薄。

□ 股权激励业绩目标挑战, 考核目标高于年报 30% 收入增速指引

根据公司新的业绩激励目标, 公司 23/24 年收入相较于 21 年收入实现 35%/65% 增长, 对应 23/24 年收入目标分别为 59.21 亿元、72.37 亿元, 其中 23 年收入目标相较于 22 年同比增长 33.45%, 高于公司 2022 年报中 30% 的收入增长目标; 利润层面, 考虑到公司激励目标中的“净利润”以“归属于上市公司股东的净利润”作为计算依据, 且需要剔除本次及其他全部在有效期内的股权激励计划及员工持股计划产生的股份支付费用的影响, 我们测算出公司 23/24 年**剔除股份支付影响后的净利润目标分别为 11.74/14.55 亿元**。

考虑到中国移动与公司战略合作的持续推进以及收入预期向好, 我们维持此前预测, 我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 57.6、74.03、92.48 亿元, 归母净利润分别为 9.07、12.92、16.62 亿元, **维持“买入”评级**。

风险提示: 与中国移动战略合作落地不及预期; 新兴业务研发与推广不及预期; 下游客户需求复苏不及预期; 市场竞争加剧。

投资评级: 买入(维持)

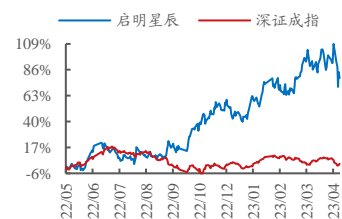
分析师: 刘雯蜀
 执业证书号: s1230523020002
 liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理: 刘静一
 liujingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 31.06
总市值(百万元)	29,587.87
总股本(百万股)	952.60

股票走势图



相关报告

- 《中移战略协同逐步落地, 一季度收入增长超预期》
2023.04.20
- 《业绩符合预期, 协同效应有望进一步显现——启明星辰 2022 年中报点评》
2022.08.14
- 《启明星辰点评: 激励计划发布, 助力业务成长_20220302》
2022.03.02

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,436.91	5,760.09	7,403.35	9,247.61
(+/-) (%)	1.16%	29.82%	28.53%	24.91%
归母净利润	626.05	906.91	1,291.82	1,661.30
(+/-) (%)	-27.33%	44.86%	42.44%	28.60%
每股收益(元)	0.66	0.95	1.36	1.74
P/E	47.26	32.63	22.90	17.81

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,341	9,494	11,696	14,385
现金	1,340	2,205	2,906	3,897
交易性金融资产	1,454	1,469	1,442	1,455
应收账款	3,906	4,959	6,247	7,660
其它应收款	93	121	155	194
预付账款	29	41	53	68
存货	448	628	820	1,041
其他	72	72	72	72
非流动资产	2,661	2,580	2,500	2,420
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	222	222	222	222
固定资产	668	626	584	543
无形资产	168	134	101	67
在建工程	0	0	0	0
其他	1,603	1,598	1,593	1,587
资产总计	10,002	12,075	14,196	16,805
流动负债	2,455	3,204	4,031	4,978
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,162	1,629	2,128	2,701
预收账款	201	261	336	420
其他	1,092	1,313	1,568	1,857
非流动负债	137	137	137	137
长期借款	0	0	0	0
其他	137	137	137	137
负债合计	2,592	3,340	4,168	5,114
少数股东权益	19	20	21	22
归属母公司股东权益	7,391	8,715	10,007	11,668
负债和股东权益	10,002	12,075	14,196	16,805

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(11)	404	605	924
净利润	627	908	1,293	1,663
折旧摊销	173	86	88	90
财务费用	(8)	(11)	(17)	(23)
投资损失	(87)	(59)	(65)	(70)
营运资金变动	(416)	(456)	(666)	(730)
其它	(300)	(63)	(29)	(4)
投资活动现金流	(252)	33	79	43
资本支出	(98)	0	0	0
长期投资	(72)	0	0	0
其他	(82)	33	79	43
筹资活动现金流	253	428	17	23
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(1)	0	0	0
其他	254	428	17	23
现金净增加额	(10)	865	701	990

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,437	5,760	7,403	9,248
营业成本	1,657	2,323	3,034	3,851
营业税金及附加	39	53	68	84
营业费用	1,162	1,255	1,443	1,659
管理费用	209	219	241	265
研发费用	939	1,108	1,385	1,731
财务费用	(8)	(11)	(17)	(23)
资产减值损失	117	152	195	244
公允价值变动损益	20	40	37	32
投资净收益	87	59	65	70
其他经营收益	219	215	219	218
营业利润	648	977	1,376	1,757
营业外收支	(3)	(1)	(1)	(2)
利润总额	645	976	1,375	1,756
所得税	19	68	82	93
净利润	627	908	1,293	1,663
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	626	907	1,292	1,661
EBITDA	809	1,050	1,446	1,822
EPS (最新摊薄)	0.66	0.95	1.36	1.74

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	1.16%	29.82%	28.53%	24.91%
营业利润	-30.75%	50.70%	40.82%	27.72%
归属母公司净利润	-27.33%	44.86%	42.44%	28.60%
获利能力				
毛利率	62.66%	59.67%	59.02%	58.35%
净利率	14.12%	15.76%	17.47%	17.98%
ROE	8.85%	11.23%	13.77%	15.30%
ROIC	8.31%	10.24%	12.71%	14.01%
偿债能力				
资产负债率	25.91%	27.66%	29.36%	30.43%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.99	2.96	2.90	2.89
速动比率	2.81	2.77	2.70	2.68
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.52	0.56	0.60
应收账款周转率	1.30	1.30	1.30	1.28
应付账款周转率	1.62	1.67	1.62	1.60
每股指标(元)				
每股收益	0.66	0.95	1.36	1.74
每股经营现金	-0.01	0.42	0.63	0.97
每股净资产	7.76	9.15	10.50	12.25
估值比率				
P/E	47.26	32.63	22.90	17.81
P/B	4.00	3.40	2.96	2.54
EV/EBITDA	27.32	24.75	17.50	13.33

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>