

增持 (维持)

启明星辰 (002439)

业务韧性较强，中移协同打开成长新空间

2023年04月25日

市场数据

市场数据日期	2023-04-25
收盘价(元)	32.79
总股本(百万股)	952.60
流通股本(百万股)	724.41
净资产(百万元)	7391.4
总资产(百万元)	10002.09
每股净资产(元)	7.76

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《业绩符合预期,安全运营中心是未来亮点》2018-03-30

《启明星辰(002439):订单增长较快,利润受增值税退税拖累》2017-08-04

分析师:

蒋佳霖

jiangjialin@xyzq.com.cn

S0190515050002

研究助理:

桂杨

guiyang@xyzq.com.cn

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告及 2023 年第一季度业绩预告: 2022 年, 实现营收 44.37 亿元, 同比增长 1.16%; 归母净利润 6.26 亿元, 同比下滑 27.33%。2023 年 Q1, 公司预计实现营收 7.80-8.00 亿元, 同比增长 38.20%-41.74%; 归母净利润亏损 0.63-0.68 亿元。
- **营收稳中有升, 新业务板块增速较快。** 2022 年, 公司安全产品实现收入 29.57 亿元, 同比增长 1.02%; 安全运营与服务实现收入 14.54 亿元, 同比增长 1.52%; 其他业务实现收入 0.26 亿元, 同比下滑 3.28%。新业务板块(涉云安全、数据安全 2.0&3.0、工业数字化安全、安全运营)实现业务收入 18.82 亿元, 同比增长 21.13%。其中, 涉云安全业务收入同比增长 41.32%, 数据安全 2.0 & 3.0 业务收入同比增长 40.56%。分产品来看, 云安全管理平台、EDR 等产品业务收入增长 100%以上, 数据安全平台、统一身份认证系统、零信任 SDP、全流量分析取证和等保一体机等产品业务收入增长 50%以上。
- **毛利率略有下滑, 积极实现降本增效控费。** 公司 2022 年综合毛利率为 62.66%, 同比变动-3.33pcts。其中, 2022 年安全产品、安全运营与服务、其他业务毛利率分别为 62.53%、63.09%、53.02%, 同比变动-3.37pcts、-3.27pcts、-3.60pcts。2022 年公司销售、管理、研发费用率分别为 26.18%、4.70%、21.16%, 费用率同比变动+1.05pcts、-0.20pcts、+1.88pcts。2022 年, 在收入侧承压、研发侧重投入的背景下公司积极降本增效控费, 体现出一定的抗风险能力。
- **深化与中国移动战略协同, 布局新兴市场。** 公司已经与中国移动集团及 20 余家集团下属公司签署了战略合作协议, 全面实现总部-省-市三级深度对接。双方共建“联创+”实验室, 进一步构建网、云、数、智、安、边、端、链(ABCDNETS)一体化协同的安全防御机制。双方积极推动零信任落地, 基于中国移动超级 SIM 卡, 叠加启明星辰安全能力, 推出超级 SIM 安全网关, 已在实际业务场景中部署使用。
- **新兴安全业务不断壮大, 技术创新继续赋能。** 公司实现“云、网、边、地、端”综合协同, 支持国资云、混合云、专属云等多种云服务模式。公司自主研发人工智能安全建模和赋能平台, 已经在威胁检测、安全大数据分析等多个产品中广泛采用。2022 年发布“PanguBot 盘小古”, 运用基于安全运营专用语料库训练的自然语言模型, 助力启明星辰智能化安全运营。公司创新能力始终保持领先, 技术赋能有望助力未来业绩保持稳定增长。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2023-2025 年归母净利润为 8.57/11.15/14.00 亿元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 销售季节性波动风险; 新业务发展不及预期风险; 与中国移动战略合作不达预期风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4437	5839	7337	8877
同比增长	1.2%	31.6%	25.6%	21.0%
归母净利润(百万元)	626	857	1115	1400
同比增长	-27.3%	36.8%	30.2%	25.6%
毛利率	62.7%	62.6%	63.1%	63.6%
ROE	8.5%	10.5%	12.2%	13.6%
每股收益(元)	0.66	0.90	1.17	1.47
市盈率	49.9	36.5	28.0	22.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文**事件**

2023年4月19日,公司发布2022年年度报告及2023年第一季度业绩预告:2022年,实现营收44.37亿元,同比增长1.16%;归母净利润6.26亿元,同比下滑27.33%。2023年Q1,公司预计实现营收7.80-8.00亿元,同比增长38.20%-41.74%;归母净利润亏损0.63-0.68亿元,上一年同期为亏损0.98亿元。

点评

- **营收稳中有升,新业务板块增速较快。**公司2022年实现营业收入44.37亿元,同比增长1.16%。其中,安全产品实现收入29.57亿元,同比增长1.02%;安全运营与服务实现收入14.54亿元,同比增长1.52%;其他业务实现收入0.26亿元,同比下滑3.28%。公司2022年新业务板块收入实现快速增长,收入结构持续优化,新业务板块(涉云安全、数据安全2.0&3.0、工业数字化安全、安全运营)实现业务收入18.82亿元,同比增长21.13%,占全年收入的42.42%。其中,涉云安全业务收入同比增长41.32%,数据安全2.0&3.0业务收入同比增长40.56%。分产品来看,云安全管理平台、EDR等产品业务收入增长100%以上,数据安全平台、统一身份认证系统、零信任SDP、全流量分析取证和等保一体机等产品业务收入增长50%以上。预计2023年第一季度营业收入7.80-8.00亿元,同比增长38.20%-41.74%,主要原因在于公司推进与中国移动战略协同,项目持续落地,同时大力发展基础安全和新兴安全板块,带来营收持续增长。
- **毛利率略有下滑,积极实现降本增效控费。**公司2022年综合毛利率为62.66%,同比变动-3.33pcts。其中,2022年安全产品、安全运营与服务、其他业务毛利率分别为62.53%、63.09%、53.02%,同比变动-3.37pcts、-3.27pcts、-3.60pcts。公司2022年归母净利润6.26亿元,同比下滑27.33%,在收入侧承压、研发侧重投入的背景下公司积极降本增效控费,体现出一定的抗风险能力。2022年公司销售、管理、研发费用率分别为26.18%、4.70%、21.16%,费用率同比变动+1.05pcts、-0.20pcts、+1.88pcts。预计2023年第一季度归母净利润亏损0.63-0.68亿元,去年同期亏损0.98亿元,在收入提速的情况下亏损额显著收窄。
- **深化与中国移动战略协同,布局新兴市场。**公司持续推动与中国移动战略合作的落地与实施,已经与中国移动集团及20余家集团下属公司签署了战略合作协议,全面实现总部-省-市三级深度对接。双方共建“联创+”实验室,在云安全、数据安全、工业互联网安全、车联网安全、算力网络安全五个技术方向继续投入研发,进一步构建网、云、数、智、安、边、端、链(ABCDNETS)一体化协同的安全防御机制。公司积极探索与移动在运营中心方向的协同,

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

力争未来三年合作运营中心数量达到 50 个以上。同时，双方积极推动零信任落地，基于中国移动超级 SIM 卡，叠加启明星辰安全能力，推出超级 SIM 安全网关，已在实际业务场景中部署使用。

- **新兴安全业务不断壮大，技术创新继续赋能。**公司持续注重业务高质量发展，深入推进和壮大涉云安全、数据安全等新业务，积极布局 AI+安全。在涉云安全方面，公司实现“云、网、边、地、端”综合协同，支持国资云、混合云、专属云等多种云服务模式。在 AI+安全方面，公司自主研发人工智能安全建模和赋能平台，已经在威胁检测、安全大数据分析等多个产品中广泛采用。2022 年公司发布“PanguBot 盘古”，以 Chat 为窗口，运用基于安全运营专用语料库训练的自然语言模型，助力启明星辰智能化安全运营。同时，公司不断增加研发投入，2022 年技术人员占比为 64.5%，比例进一步提升。公司拥有 17 类市场占有率第一的产品，以及 10 类处于市场第一阵营的产品，创新能力始终保持领先，技术赋能有望助力未来业绩保持稳定增长。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2023-2025 年归母净利润为 8.57/11.15/14.00 亿元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**销售季节性波动风险；新业务发展不及预期风险；与中国移动战略合作不达预期风险。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7341	8731	10148	11882
货币资金	1340	2060	2055	2318
交易性金融资产	1454	1453	1445	1449
应收票据及应收账款	3906	4283	5511	6787
预付款项	29	61	80	95
存货	448	628	776	918
其他	165	245	280	314
非流动资产	2661	2325	2198	2037
长期股权投资	222	165	173	178
固定资产	668	597	525	454
在建工程	0	0	0	0
无形资产	168	75	-18	-112
商誉	704	704	704	704
长期待摊费用	30	27	24	21
其他	869	757	790	792
资产总计	10002	11057	12346	13919
流动负债	2455	2741	3083	3472
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1162	1,508.39	1,835.07	2,216.07
其他	1293	1233	1248	1256
非流动负债	137	130	134	132
长期借款	0	-0	-1	-1
其他	137	130	134	133
负债合计	2592	2871	3217	3605
股本	953	953	953	953
资本公积	2231	2231	2231	2231
未分配利润	4551	5210	6172	7349
少数股东权益	19	20	22	25
股东权益合计	7410	8186	9130	10314
负债及权益合计	10002	11057	12346	13919

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	626	857	1115	1400
折旧和摊销	173	167	168	169
资产减值准备	19	72	175	176
资产处置损失	-0	1	1	1
公允价值变动损失	-20	-35	-33	-31
财务费用	3	0	0	0
投资损失	-87	-67	-70	-72
少数股东损益	1	2	2	2
营运资金的变动	-824	-458	-1259	-1250
经营活动产生现金流量	-11	588	87	391
投资活动产生现金流量	-252	215	81	90
融资活动产生现金流量	253	-83	-173	-219
现金净变动	-7	720	-5	263
现金的期初余额	1304	1340	2060	2055
现金的期末余额	1297	2060	2055	2318

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4437	5839	7337	8877
营业成本	1657	2183	2706	3229
税金及附加	39	53	67	81
销售费用	1162	1577	1966	2352
管理费用	209	280	352	426
研发费用	939	1051	1284	1527
财务费用	-8	0	0	0
其他收益	219	218	220	219
投资收益	87	67	70	72
公允价值变动收益	20	35	33	31
信用减值损失	-98	-85	-86	-88
资产减值损失	-19	-17	-18	-18
资产处置收益	0	-1	-1	-1
营业利润	648	912	1180	1478
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	4	3	3	4
利润总额	645	911	1178	1477
所得税	19	53	61	74
净利润	627	858	1117	1403
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	626	857	1115	1400
BPS(元)	0.66	0.90	1.17	1.47

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	1.2%	31.6%	25.6%	21.0%
营业利润增长率	-30.7%	40.8%	29.3%	25.3%
归母净利润增长率	-27.3%	36.8%	30.2%	25.6%
盈利能力				
毛利率	62.7%	62.6%	63.1%	63.6%
归母净利率	14.1%	14.7%	15.2%	15.8%
ROE	8.5%	10.5%	12.2%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	25.9%	26.0%	26.1%	25.9%
流动比率	2.99	3.19	3.29	3.42
速动比率	2.81	2.96	3.04	3.16
营运能力				
资产周转率	46.9%	55.5%	62.7%	67.6%
应收帐款周转率	116.0%	130.1%	137.1%	132.0%
存货周转率	301.2%	336.8%	322.0%	317.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.66	0.90	1.17	1.47
每股经营现金	-0.01	0.62	0.09	0.41
每股净资产	7.76	8.57	9.56	10.80
估值比率(倍)				
PE	49.9	36.5	28.0	22.3
PB	4.2	3.8	3.4	3.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn