

启明星辰 (002439.SZ)

Q1 营收高增，与中移动协同深化促高质提速发展

Q1 营收高速增长，控费效果显著，利润亏损同比缩窄明显。与中国移动合作进展积极，协同持续深化，促公司高质量提速发展，维持“强烈推荐”投资评级。

- 事件：公司发布 2023 年一季报，公司实现营收 7.88 亿元，同比增长 39.56%；归母净利润亏损 0.66 亿元，亏损收窄 32.60%；扣非归母净利润亏损 1.00 亿元，亏损收窄 18.24%。
- 控费效果积极，亏损同比缩窄明显。公司 23Q1 营收实现快速增长，实现营收 7.88 亿元，同比增长 39.56%。控费效果显著，利润亏损同比缩窄明显，其中归母净利润亏损 0.66 亿元，亏损收窄 32.60%；扣非归母净利润亏损 1.00 亿元，亏损收窄 18.24%。费用方面，销售费用 2.72 亿元，同比减少 12.04%；管理费用 0.50 亿元，同比减少 9.65%；研发费用 2.46 亿元，同比增长 5.43%。23Q1 毛利率为 51.09%，同比减少 17.42pct，预计主要系集成等大项目占比提升导致毛利率下滑。经营性净现金流为流出 3.86 亿元，同比流出有所增加，主要系本期经营采购支付增加及销售收款减少。
- 与中国移动协同持续深化，发展迈入新阶段。公司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。目前，公司与中国移动合作进展顺利，我们预计中移动入主后，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。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。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。
- 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、增发审批不及预期。

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	36.3	49.9	29.0	22.4	18.4
PB	4.6	4.2	3.8	3.3	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/计算机
目标估值：NA
当前股价：32.79 元

基础数据

总股本 (万股)	95260
已上市流通股 (万股)	72441
总市值 (亿元)	312
流通市值 (亿元)	238
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



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《启明星辰 (002439) —23Q1 增长超预期，与中移动协同持续深化》2023-04-20
- 2、《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
- 3、《启明星辰 (002439) —营收结构持续优化，与中移动合作加速落地》2022-08-13

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

石恺 研究助理

shikai2@cmschina.com.cn

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权益	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

资料来源：公司数据、招商证券

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)
公允价值变动收益	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
归属于母公司净利润	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
每股经营净现金	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	36.3	49.9	29.0	22.4	18.4
PB	4.6	4.2	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	36.9	51.4	27.5	21.9	18.3

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，任何机构和个人均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。