

2023年05月22日
启明星辰(002439.SZ)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

通用计算机设备

移动入股获国资委批复，双方合作迈向新阶段

事件概述

公司5月19日发布公告，近日公司收到非公开发行认购对象中移资本控股有限责任公司转来的国务院国有资产监督管理委员会《关于中移资本控股有限责任公司收购启明星辰信息技术集团股份有限公司有关事项的批复》（国资产权〔2023〕186号），国务院国资委已原则同意中移资本通过认购公司定向发行的不超过28437.4100万股股份等方式取得公司控股权的整体方案。这标志着中移动控股启明星辰的工作进入新阶段，有望加快双方合作融合的步伐。

非公开发行引入中移动获国资委批复，定增事项有望加速

2022年6月18日，公司发布《2022年非公开发行A股股票预案》，拟向中国移动子公司中移资本定向发行28437.4100万股，发行价格为14.57元/股，合计募集资金41.43亿元，募集资金均用于补充流动性。中移资本拟以现金方式认购上市公司非公开发行股份，发行完成后中移资本直接持有上市公司23.08%的股份。同时，公司实控人王佳、严立自愿、无条件且不可撤销地放弃其合法持有的上市公司1.06亿股（占发行后总股本的8.58%）对应的表决权。上述事项实施完成后，上市公司实控人由王佳、严立变更为中国移动集团。

2023年3月1日，启明星辰向特定对象发行股票申请文件于2023年获深圳证券交易所受理。4月7日，公司就此前中国证券监督管理委员会于2023年1月29日出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》中提出的相关问题完成回复，并将反馈回复材料向深交所报送。

2023年4月24日，公司发布《关于收到深圳证券交易所中止审核公司向特定对象发行股票通知的公告》，鉴于中移资本就其认购本次发行股票事项应取得国务院国资委的批准，截至该公告披露日，本次发行认购所涉国资监管事项正在履行相关的内部批准程序，国务院国资委完成决策尚需一段时间。综合考虑股票发行注册制全面实施后深交所对审核发行事项的严格时限要求，公司于2023年4月20日向深交所申请临时中止本次向特定对象发行股票的审核程序，待中移资本取得国务院国资委的批准后，公司将及时向深交所报送相关文件，并立即申请恢复审核工作。

2023年5月19日，公司收到中移资本转发的国资委批复，我们认为这标志着定增工作进入新的阶段，后续在深交所的审核流程也有望重启，相关工作进入加速推进的阶段。

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

41.55元

股价(2023-05-19)

29.48元

交易数据

总市值(百万元) 28,082.75

流通市值(百万元) 21,355.68

总股本(百万股) 952.60

流通股本(百万股) 724.41

12个月价格区间 16.85/36.33元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.4	5.8	74.4
绝对收益	-11.8	3.6	73.0

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

相关报告

Q1 增长超预期，新兴安全与中移动协同发展	2023-04-20
2023年关联交易计划公布，中移动合作继续深化	2023-03-26
Q3 业绩边际改善，中移动合作持续深化	2022-11-06

目 与中移动合作持续深入，关联交易规模支撑成长

业务对接来看，根据年报披露，公司积极推进与中国移动的业务协同高质量落地，实现总部—省—市全面对接，与中国移动集团及 20 多家集团下属公司签署战略合作协议，在总部区域、东北、西北、华东、华南等地共同开展项目，拓展政企及 SMB 下游客户，为电子政务、数字关键基础设施、专线接入、智慧医疗、5G+工业互联网等场景提供多样化安全防护能力，业务协同效果逐渐显现。

关联交易来看，根据公司的公告，2022 年实际完成关联交易收入金额 3.56 亿元，同比 2021 年的 1.04 亿元增长 242%。2023 年公司向中国移动销售商品及提供劳务的合同签订金额上限为 15 亿元，同比 2022 年的金额上限实现翻倍增长。我们认为关联交易的规模有望支撑公司的业务长期成长。

项目合作来看，2023 年 3 月，中移动与启明星辰共同发布《中国移动数字政府安全体系建设指引》，面向数字政府建设一线需求提供了全面化、系统化、实战化的网络安全解决方案，标志着未来启明星辰将会在数字政府领域进一步加深与中移动的合作。2023 年 3 月 16 日，启明星辰成功中标“中国移动信息 2023-2024 年工程项目应用软件开发与集成服务框架集中采购项目”，中标金额超千万。

目 投资建议：

启明星辰作为国内网络安全产业的龙头企业和引领者，有望实现长期的业绩增长。暂不考虑中移动入股的摊薄，我们预计公司 2023/24/25 年实现营业收入 57.77/74.24/94.55 亿元，实现归母净利润 10.17/13.20/17.02 亿元。维持买入-A 的投资评级，给予 6 个月目标价 41.55 元，相当于 2024 年的 30 倍动态市盈率。

目 风险提示：宏观经济复苏不及预期；政策推进力度不及预期；供应链供货不足。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	4,386.0	4,436.9	5,777.1	7,424.3	9,455.0
净利润	861.5	626.1	1,017.0	1,320.3	1,701.8
每股收益(元)	0.92	0.66	1.07	1.39	1.79
每股净资产(元)	7.22	7.78	8.83	10.18	11.93

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	30.92	39.68	27.63	21.28	16.51
市净率(倍)	3.96	3.36	3.35	2.90	2.48
净利率	19.6%	14.1%	17.6%	17.8%	18.0%
净资产收益率	13.6%	8.9%	12.9%	14.6%	16.2%
股息收益率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
ROIC	16.4%	10.7%	15.4%	17.4%	18.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,386.0	4,436.9	5,777.1	7,424.3	9,455.0	成长性					
减:营业成本	1,491.8	1,656.9	2,174.7	2,817.0	3,606.5	营业收入增长率	20.3%	1.2%	30.2%	28.5%	27.4%
营业税费	42.0	39.1	50.9	65.4	83.3	营业利润增长率	3.7%	-30.7%	61.7%	29.8%	28.9%
销售费用	1,102.3	1,161.6	1,368.1	1,721.0	2,116.1	净利润增长率	7.1%	-27.3%	62.4%	29.8%	28.9%
管理费用	1,060.7	1,147.5	1,378.5	1,734.4	2,133.2	EBITDA增长率	5.4%	-24.1%	38.1%	28.5%	27.7%
财务费用	-10.2	-7.6	-21.3	-24.9	-30.5	EBIT增长率	3.3%	-31.1%	61.0%	30.1%	29.0%
资产减值损失	-85.1	116.9	160.8	196.4	258.9	NOPLAT增长率	5.1%	-24.6%	61.7%	30.5%	29.3%
加:公允价值变动收益	50.9	20.1	22.2	24.4	26.8	投资资本增长率	20.0%	11.6%	13.7%	16.8%	23.0%
投资和汇兑收益	49.1	86.7	104.1	124.9	137.3	净资产增长率	12.3%	10.0%	13.5%	15.4%	17.2%
营业利润	936.1	648.3	1,048.1	1,360.8	1,753.9	利润率					
加:营业外净收支	2.1	-3.0	0.0	0.0	0.0	毛利率	66.0%	62.7%	62.4%	62.1%	61.9%
利润总额	938.2	645.3	1,048.1	1,360.8	1,753.9	营业利润率	21.3%	14.6%	18.1%	18.3%	18.6%
减:所得税	75.5	18.6	30.3	39.3	50.6	净利润率	19.6%	14.1%	17.6%	17.8%	18.0%
净利润	861.5	626.1	1,017.0	1,320.3	1,701.8	EBITDA/营业收入	24.4%	18.3%	19.4%	19.4%	19.5%
						EBIT/营业收入	21.1%	14.4%	17.8%	18.0%	18.2%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	36	51	45	40	35
货币资金	1,354.5	1,340.1	1,341.9	1,829.7	2,080.6	流动营业资本周转天数	317	374	395	376	388
交易性金融资产	1,403.1	1,453.5	1,453.5	1,453.5	1,453.5	流动资产周转天数	547	604	571	537	525
应收账款	3,140.1	3,943.2	5,279.6	6,572.9	8,521.6	应收账款周转天数	248	291	291	291	291
应收票据	112.4	92.9	121.0	155.5	198.0	存货周转天数	104	102	102	102	102
预付账款	49.6	29.1	37.9	48.7	62.0	总资产周转天数	720	779	691	635	594
存货	474.2	447.7	762.3	805.0	1,201.5	投资资本周转天数	444	490	428	389	376
其他流动资产	33.3	34.5	44.9	57.7	73.5	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	13.6%	8.9%	12.9%	14.6%	16.2%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	9.6%	6.3%	8.6%	9.5%	10.1%
长期股权投资	163.6	222.4	222.4	222.4	222.4	ROIC	16.4%	10.7%	15.4%	17.4%	18.7%
投资性房地产						费用率					
固定资产	568.8	668.0	755.2	855.4	970.8	销售费用率	25.1%	26.2%	23.7%	23.2%	22.4%
在建工程	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	24.2%	25.9%	23.9%	23.4%	22.6%
无形资产	186.9	167.5	238.4	316.4	402.2	财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
其他非流动资产	1,448.7	1,603.2	1,612.6	1,627.1	1,648.0	三费/营业收入	49.1%	51.9%	47.2%	46.2%	44.6%
资产总额	8,936.4	10,002.1	11,869.7	13,944.3	16,834.0	偿债能力					
短期债务	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	24.6%	25.9%	29.1%	30.4%	32.5%
应付账款	1,151.8	1,352.4	1,874.9	2,228.5	2,926.0	负债权益比	32.6%	35.0%	41.1%	43.7%	48.0%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.20	2.99	2.72	2.66	2.55
其他流动负债	902.7	1,102.9	1,447.4	1,874.8	2,400.1	速动比率	2.97	2.81	2.49	2.47	2.33
长期借款	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	222.00	249.29	-	-	-
其他非流动负债	142.7	136.7	136.7	136.7	136.7	分红指标					
负债总额	2,198.7	2,592.0	3,459.0	4,240.0	5,462.7	DPS(元)	0.05	0.02	0.02	0.03	0.04
少数股东权益	16.1	18.7	19.6	20.8	22.4	分红比率	5.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
股本	933.6	952.6	953.0	953.0	953.0	股息收益率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
留存收益	5,788.0	6,438.8	7,438.1	8,730.5	10,395.9						
股东权益	6,737.7	7,410.1	8,410.8	9,704.3	11,371.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.92	0.66	1.07	1.39	1.79
净利润	862.8	626.6	1,017.9	1,321.5	1,703.3	BVPS(元)	7.22	7.78	8.83	10.18	11.93
加:折旧和摊销	126.6	116.4	93.2	103.9	116.1	PE(X)	30.92	39.68	27.63	21.28	16.51
资产减值准备	-85.1	116.9	160.8	196.4	258.9	PB(X)	3.96	3.36	3.35	2.90	2.48
公允价值变动损失	-50.9	-20.1	-22.2	-24.4	-26.8	P/FCF	598.71	110.28	1351.16	53.99	94.95
财务费用	-10.2	-7.6	-21.3	-24.9	-30.5	P/S	6.07	5.60	4.86	3.78	2.97
投资损失	-49.1	-86.7	-104.1	-124.9	-137.3	EV/EBITDA	24.89	30.60	24.89	19.26	15.16
少数股东损益	1.2	0.6	0.9	1.2	1.6	CAGR(%)	11.9%	-11.8%	8.6%	45.2%	29.4%
营运资金的变动	-477.4	-757.1	-993.1	-813.5	-1,461.2	PEG	4.33	-1.45	0.44	0.71	0.57
经营活动产生现金流量	317.8	-11.0	132.2	635.4	424.0	ROIC/WACC	2.56	1.67	2.40	2.71	2.92
投资活动产生现金流量	-109.5	-252.2	-134.5	-144.6	-167.2	REP	1.95	2.49	1.72	1.29	0.98
融资活动产生现金流量	-228.9	252.9	4.0	-3.0	-5.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034