

启明星辰(002439)

报告日期: 2023年04月20日

中移战略协同逐步落地, 一季度收入增长超预期

——启明星辰 2022 年报&2023 一季报业绩预告点评

事件:

公司发布 2022 年年度报告, 其中:

- 2022 年实现营业收入 44.37 亿元 (同比增长 1.16%), 归母净利润 6.26 亿元 (同比下降 27.33%), 扣非后归母净利润 5.21 亿元 (同比下降 31.81%)。
- 单 Q4 而言, 公司实现营业收入 22.69 亿元 (同比下降 0.88%), 归母净利润 8.76 亿元 (同比下降 0.11%), 扣非后归母净利润 8.17 亿元 (同比增长 0.26%)。

同时公司发布 2023 年一季度业绩预告, 预计 2023Q1 实现营业收入 7.8-8 亿元, 同比增长 38.2%-41.74%; 实现归母净利润为亏损 0.63-0.68 亿元, 亏损同比收窄 30.26%-35.39%。

点评:

□ 23Q1 业绩超预期, 体现公司与中国移动战略协同逐步深化

公司 2023 年一季度收入增速超过市场预期, 我们认为是公司与中国移动战略协同逐步深化落地的直接体现。根据公司公告, 公司已经与中国移动集团及下属 20 余家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, 涉及基础网络安全防护、身份安全、访问控制、云安全管理等多个防护方向。

公司 2021、2022 年向中国移动及其控股企业提供产品服务产生的收入金额分别为 1.05、3.56 亿元, 同时公司预计 2023 年提供产品服务的金额约为 15 亿元, 在多方位的战略协同下, 公司与中国移动合作产生的收入金额快速攀升。

□ 新兴领域业务保持高增态势, 高景气赛道平抑下游需求紧缩扰动

公司 2022 年新兴领域业务板块 (云安全、数据安全 2.0&3.0、工业数字化安全、安全运营) 实现收入 18.82 亿元, 同比增长 21.13%; 其中云安全和数据安全相关收入分别同比增长 41.32%、40.56%, 在下游客户受疫情影响需求紧缩的情况下, 仍展现出了较强的增长性, 对公司整体收入增速起到了一定平抑作用。

同时, 公司持续探索新兴技术与自有业务的融合, 于 2022 年发布了“PanguBot 盘古小古”安全智慧生命体, 基于启明星辰盘古人工智能平台, 以 Chat 为窗口, 应用基于安全运营专用语料库训练的自然语言模型, 整合各种运营工具, 实现安全分析处置自动化, 成为公司智能化安全运营的有力支撑。考虑到安全运营中心一直是公司的重要战略方向, 同时未来三年与中国移动合作城市安全运营中心数量有望达到 50 个以上, 我们看好 AI 技术对于公司安全运营中心业务的持续赋能。

□ 毛利率略有下降, 但在收入增长加速和持续控费的加持下, 2023 年利润仍有较大释放空间

公司 2022 年全年毛利率为 62.66%, 相较于 2021 年下降 3.33pct, 其中 22Q4 毛利率为 62%, 相较于 21Q4 下降 6.52pct, 我们认为毛利率下降的主要原因为公司与中国移动合作落地部分集成项目有关。对于 2023 年而言, 我们认为虽然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和控费举措的持续, 公司 2023 年利润仍有较大释放空间。具体而言:

- 收入增长加速:** 公司预计 2023 年提供产品服务的金额约为 15 亿元, 相较于公司 2022 年收入有望带来 33.8% 的收入提升。
- 控费成效持续显现:** 公司 2022 年销售、研发、管理费用分别同比增长 5.38%、11%、-2.94%, 相较于 2021 年费用增速放缓 (2021 年销售、研发、管理费用增长率分别为 38.54%、31.48%、33.02%), 尤其就 22Q4 单季度而言, 销售、研发、管理费用同比增速分别为 -29.15%、-26.97%、-

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	¥ 36.33
总市值(百万元)	34,608.09
总股本(百万股)	952.60

股票走势图



相关报告

- 《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
- 《启明星辰公司深度: 于变局中开新局》2021.11.12

27.46%，费用控制力度显著增大，为 2023 年筑低费用基数，在收入增长加速的情况下，费用率有望进一步摊薄。

- **利润释放空间：**基于以上，我们假设 2023 年毛利率进一步下降 5pct，在公司 2023 年收入增长 30% 的指引下，对应 2023 年毛利润的增速约为 20%。参考公司 2022 年三费同比增长 6.75%，若我们假设公司 2023 年三费同比增长 15%，公司毛利增速快于费用增速，营业利润增速有望实现快于收入增速（不考虑其他非经营性因素以及税费影响）。

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。参考 2023 年 4 月 20 日收盘价，现价对应 2023-2025 年 PE 分别为 38/27/21 倍，**维持“买入”评级。**

表 1：公司单位收入利润增长模型测算（单位：每单位收入）

	2022	2023E
收入	1	1.3
YOY		30%
毛利率	62.66%	57.66%
毛利	0.63	0.75
YOY		20%
费用率	52.04%	46%
费用	0.52	0.6
YOY		15%
经营利润率	10.62%	11.62%
经营利润	0.11	0.15
YOY		42%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 2：公司毛利率变化 vs 三费增速敏感性分析

输出结果：		毛利率下降 (pct)			
经营利润 YOY		1%	3%	5%	7%
三费	10%	116%	91%	67%	42%
YOY	15%	91%	67%	42%	18%
	18%	77%	52%	28%	3%
	20%	67%	42%	18%	-7%

资料来源：浙商证券研究所测算

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。

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	55.28	38.16	26.79	20.83

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	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	55.28	38.16	26.79	20.83
P/B	4.68	3.97	3.46	2.97
EV/EBITDA	27.32	29.53	20.97	16.09

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>