

营收继续保持增长，中国移动协同落地

买入|维持

——启明星辰(002439.SZ)2022年年度报告点评

事件:

公司于2023年4月19日收盘后发布《2022年年度报告》。

点评:

● 营业收入保持增长，新业务板块快速增长

2022年，公司实现营业收入44.37亿元，同比增长1.16%；实现归母净利润6.26亿元，同比下滑27.33%。研发费用同比增长11.00%，管理费用同比下降2.94%，销售费用同比增长5.38%，三费投入合计同比增长6.75%，销售毛利率达到62.66%，基本保持稳定。公司新业务板块（涉云安全、数据安全2.0&3.0、工业数字化安全、安全运营）实现收入18.82亿元，同比增长21.13%，收入占比为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%。分产品看，云安全管理平台、EDR（终端监测及响应）等产品收入实现100%以上增长。

● 获中国移动战略入股，公司化身网安国家队

2022年6月17日，公司召开董事会审议通过以向特定对象发行A股股票的方式引入中国移动集团战略入股。交易完成后，启明星辰将成为中国移动集团实控的、提供安全能力的专业子公司，肩负为数字经济发展和数字中国建设保驾护航的网安国家队和主力军的重要使命。目前，双方合作项目迈入落地实施阶段，合作项目金额近4亿元，同比增长超过200%。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。双方联合共建“联创+”实验室，形成合力布局新兴市场。

● 发布新产品PanguBot，赋能网安产品智能化

人工智能赋能安全一直是公司重点探索的方向，公司自主研发的人工智能安全建模和赋能平台，被威胁检测、安全大数据分析、威胁情报、UEBA等多个产品广泛采用，助力网络安全分析技术、流量检测技术、威胁检测技术等实现智能化，推动公司网络安全产品向自动化、智能化进阶。公司2022年发布了“PanguBot 盘小古”安全智慧生命体。“PanguBot”由启明星辰盘古人工智能平台提供模型运行算力和环境，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，能够接收文字、语音、图片、视频等方式的信息输入，通过文字和图片的形式向用户反馈，并能够整合各种运营工具，安全分析处置自动化，成为启明星辰智能化安全运营的有力支撑。

● 盈利预测与投资建议

公司是网络安全行业龙头，随着数字经济的发展，未来成长空间广阔。预测公司2023-2025年的营业收入为58.97、76.28、96.37亿元，归母净利润为9.59、12.89、17.18亿元，EPS为1.01、1.35、1.80元/股，对应PE为35.63、26.51、19.89倍。过去三年，公司PE主要运行在20-60倍之间，给予公司2023年40倍目标PE，目标价为40.40元。维持“买入”评级。

● 风险提示

产业扶持政策变化的风险；中国移动集团实际控制后发展不及预期；高素质人才竞争导致的管理风险；新业务开展不达预期。

当前价/目标价：33.42元/40.40元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：35.45 / 16.05

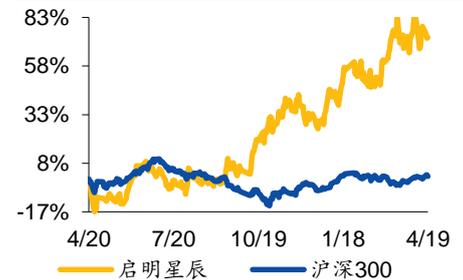
A股流通股（百万股）：724.41

A股总股本（百万股）：952.60

流通市值（百万元）：24209.87

总市值（百万元）：31836.01

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-启明星辰(002439.SZ)2022年半年报点评：积极应对疫情影响，与中移动合作加速》
2022.08.15

《国元证券公司研究-启明星辰(002439.SZ)事件点评：中国移动集团拟实控，打开中长期成长空间》
2022.06.20

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4386.03	4436.91	5897.16	7627.63	9636.62
收入同比(%)	20.27	1.16	32.91	29.34	26.34
归母净利润(百万元)	861.53	626.05	959.42	1289.26	1718.05
归母净利润同比(%)	7.15	-27.33	53.25	34.38	33.26
ROE(%)	12.82	8.47	11.74	13.71	15.56
每股收益(元)	0.90	0.66	1.01	1.35	1.80
市盈率(P/E)	39.67	54.59	35.63	26.51	19.89

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：启明星辰过去三年 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	6567.23	7341.00	8472.95	10034.61	12046.12	
现金	1354.50	1340.15	1526.88	1922.88	2844.63	
应收账款	2984.30	3852.99	4688.86	5712.61	6596.18	
其他应收款	112.37	93.69	122.07	155.60	193.70	
预付账款	49.65	29.10	38.57	48.38	59.63	
存货	474.21	447.65	576.64	722.68	896.91	
其他流动资产	1592.22	1577.41	1519.92	1472.46	1455.07	
非流动资产	2369.14	2661.09	2616.93	2665.57	2724.71	
长期投资	163.62	222.44	237.36	249.82	263.49	
固定资产	568.82	667.96	668.82	670.14	672.79	
无形资产	186.94	167.50	172.28	181.44	198.27	
其他非流动资产	1449.76	1603.19	1538.47	1564.17	1590.15	
资产总计	8936.37	10002.09	11089.88	12700.19	14770.82	
流动负债	2054.72	2455.33	2747.30	3114.07	3530.58	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	885.45	1159.31	1346.22	1640.64	1963.89	
其他流动负债	1169.27	1296.02	1401.07	1473.43	1566.69	
非流动负债	143.94	136.66	149.82	158.67	170.10	
长期借款	1.26	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	142.68	136.66	149.82	158.67	170.10	
负债合计	2198.66	2591.99	2897.12	3272.74	3700.68	
少数股东权益	16.13	18.70	21.10	24.19	28.13	
股本	933.58	952.60	952.60	952.60	952.60	
资本公积	2018.67	2231.06	2231.06	2231.06	2231.06	
留存收益	4033.42	4635.78	5404.68	6636.28	8275.04	
归属母公司股东权益	6721.58	7391.40	8171.66	9403.26	11042.02	
负债和股东权益	8936.37	10002.09	11089.88	12700.19	14770.82	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	317.84	-11.05	374.09	498.21	1084.55	
净利润	862.75	626.63	961.83	1292.35	1721.98	
折旧摊销	143.71	173.26	156.62	163.13	169.99	
财务费用	-10.20	-7.59	-14.34	-17.25	-23.84	
投资损失	-49.09	-86.71	-40.27	-40.16	-40.05	
营运资金变动	-675.17	-823.96	-778.33	-1042.75	-874.11	
其他经营现金流	45.84	107.32	88.58	142.90	130.58	
投资活动现金流	-109.52	-252.15	-22.53	-61.81	-107.34	
资本支出	460.25	236.59	76.37	85.48	96.54	
长期投资	-12.18	23.46	8.98	20.18	23.08	
其他投资现金流	338.55	7.90	62.82	43.85	12.28	
筹资活动现金流	-228.91	252.92	-164.83	-40.41	-55.45	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款	1.26	-1.26	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	0.00	19.02	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	76.79	212.39	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-306.97	22.77	-164.83	-40.41	-55.45	
现金净增加额	-21.17	-6.70	186.74	395.99	921.76	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	4386.03	4436.91	5897.16	7627.63	9636.62	
营业成本	1491.78	1656.91	2131.11	2749.06	3466.70	
营业税金及附加	41.96	39.10	59.56	76.28	95.40	
营业费用	1102.32	1161.63	1463.09	1879.45	2358.08	
管理费用	215.03	208.72	284.83	366.89	460.63	
研发费用	845.68	938.74	1082.24	1315.60	1549.67	
财务费用	-10.20	-7.59	-14.34	-17.25	-23.84	
资产减值损失	-18.88	-19.17	-6.74	-7.85	-8.01	
公允价值变动收益	50.92	20.14	21.43	22.27	24.38	
投资净收益	49.09	86.71	40.27	40.16	40.05	
营业利润	936.09	648.28	1048.02	1407.39	1874.36	
营业外收入	4.82	0.92	1.43	1.52	1.59	
营业外支出	2.70	3.94	3.42	3.57	3.62	
利润总额	938.21	645.25	1046.03	1405.34	1872.33	
所得税	75.45	18.63	84.21	112.99	150.35	
净利润	862.75	626.63	961.83	1292.35	1721.98	
少数股东损益	1.22	0.57	2.41	3.09	3.93	
归属母公司净利润	861.53	626.05	959.42	1289.26	1718.05	
EBITDA	1069.59	813.94	1190.30	1553.27	2020.51	
EPS (元)	0.92	0.66	1.01	1.35	1.80	

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
成长能力						
营业收入(%)	20.27	1.16	32.91	29.34	26.34	
营业利润(%)	3.73	-30.75	61.66	34.29	33.18	
归属母公司净利润(%)	7.15	-27.33	53.25	34.38	33.26	
获利能力						
毛利率(%)	65.99	62.66	63.86	63.96	64.03	
净利率(%)	19.64	14.11	16.27	16.90	17.83	
ROE(%)	12.82	8.47	11.74	13.71	15.56	
ROIC(%)	24.39	15.75	20.52	23.13	27.09	
偿债能力						
资产负债率(%)	24.60	25.91	26.12	25.77	25.05	
净负债比率(%)	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	
流动比率	3.20	2.99	3.08	3.22	3.41	
速动比率	2.93	2.77	2.84	2.94	3.11	
营运能力						
总资产周转率	0.51	0.47	0.56	0.64	0.70	
应收账款周转率	1.38	1.16	1.24	1.31	1.40	
应付账款周转率	1.48	1.62	1.70	1.84	1.92	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.66	1.01	1.35	1.80	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	-0.01	0.39	0.52	1.14	
每股净资产(最新摊薄)	7.06	7.76	8.58	9.87	11.59	
估值比率						
P/E	39.67	54.59	35.63	26.51	19.89	
P/B	5.09	4.62	4.18	3.63	3.10	
EV/EBITDA	28.69	37.70	25.78	19.75	15.19	

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188