

启明星辰(002439)

报告日期: 2023年08月29日

Q2 单季度利润超预期，毛利率与现金流环比改善

——启明星辰 2023 半年报点评

事件:

公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 15.22 亿元 (同比增长 25.33%), 归母净利润 1.85 亿元 (扭亏为盈, 22H1 为-2.5 亿元), 扣非后归母净利润-0.81 亿元 (同比减亏 71.39%)。

单季度来看, 2023Q2 实现营业收入 7.34 亿元 (同比增长 12.96%), 归母净利润 2.51 亿元 (扭亏为盈, 22Q2 为-1.52 亿元), 扣非后归母净利润 0.19 亿元 (扭亏为盈, 22Q2 为-1.6 亿元)。

点评:

□ 上半年收入增长主要由安全运营与服务贡献, 新业务板块增势突出

从收入结构来看, 公司 2023H1 安全产品收入 9.68 亿元, 同比增长 13.29%, 上半年营收占比 64%; 安全运营与服务收入 5.39 亿元, 同比增长 55.44%, 上半年营收占比 35%。安全运营与服务收入高增, 在整体收入中占比进一步提升。

具体到场景而言, 公司 2023H1 涉云网络安全收入同比增长 100%+, 工业互联网安全收入同比增长 30%+。具体到产品而言, 云安全管理平台、统一身份认证系统、全流量分析取证、零信任 SDP、网络安全靶场等产品收入同比增长 100%+。

□ Q2 收入增速放缓, 但毛利增速提升, 收入结构调整背景下毛利变化是核心

公司 23Q1/Q2 收入同比增速分别为 39.56%、12.96%, 虽然表面上看 23Q2 收入增速放缓, 但是公司 23Q2 毛利率大幅提升 (23Q2 毛利率 70.12%, 相较于 23Q1 提高 19.03pct), 从而带来毛利润的大幅改善。根据我们计算, 公司 23Q1/Q2 毛利润同比增速分别为 4.06%、20.09%, 23Q2 毛利润实际呈现加速增长, 对利润的贡献更加显著。

我们在 2023 年 4 月 20 日发布的公司 2022 年报&2023 一季报业绩预告点评中测算过公司收入和毛利率变化的“跷跷板效应”, 即公司与中国移动部分集成项目合作落地带来公司收入结构和毛利率的波动, 具体体现为集成项目促进公司收入大幅增长, 但是同时毛利率低的集成项目收入占比提升导致公司综合毛利率下降。故而在收入结构变化的大背景下 (尤其在各季度间的收入结构波动相较于全年维度来看更为明显), 我们认为关注公司毛利润的变化更能客观跟踪公司的经营情况变化。

□ 上半年归母净利润大增, 主要由持股公司公允价值变化贡献, 但扣除相关影响后, 23Q2 扣非归母净利润扭亏为盈仍超预期

2023H1 公司投资项目航天软件上市以及持股公司永信志诚、三维天地股价变化导致公司确认大额投资收益和公允价值变动收益, 合计共 2.87 亿元。

若不考虑非经常性损益, 公司 23Q2 单季度扣非后归母净利润扭亏为盈, 仍超过市场此前预期。主要原因为公司控费力度进一步增大:

- 2023H1 公司销售、研发、管理费用分别同比下降 17.32%、5.05%、11.3%;
- 2023Q2 公司销售、研发、管理费用分别同比下降 21.97%、13.78%、12.9%。

□ 现金流同比下降, 但 23Q2 单季度现金流大幅改善, 趋势向好

公司 2023H1 经营性现金净流出 5.26 亿元, 同比下降 40.18%, 其中销售回款同比下降 11.42%。但 23Q2 现金流情况大幅改善, 23Q2 经营性现金净流出 1.4 亿, 净流出额同比缩减 57.74%, 其中销售回款同比增加 7.51%, 支付给职工及为职工支付的现金同比下降 19.54%, 提质增效效果显著。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 刘雯蜀
执业证书号: S1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 刘静一
执业证书号: S1230523070005
liujingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥28.44
总市值(百万元)	26,838.80
总股本(百万股)	943.70

股票走势图



相关报告

- 1 《控费趋势持续, 股权激励目标高于年报指引》 2023.05.02
- 2 《中移战略协同逐步落地, 一季度收入增长超预期》 2023.04.20
- 3 《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

□ 盈利预测与估值

考虑到公司毛利润 Q2 增长加速，同时在控费力度增大的背景下 23Q2 扣非归母净利润实现扭亏为盈，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、12.91、16.61 亿元。参考 2023 年 8 月 29 日收盘价，对应 2023-2025 年 PE 分别为 30、21、16 倍，**维持“买入”评级。**

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	906.55	1,291.10	1,660.57
(+/-) (%)	-27.33%	44.80%	42.42%	28.62%
每股收益(元)	0.66	0.96	1.37	1.76
P/E	42.87	29.61	20.79	16.16

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	9,382	11,582	14,271
现金	1,340	2,093	2,793	3,783
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
金融资产类	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	11,962	14,082	16,691
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
归属母公司股东权益	7,391	8,603	9,894	11,554
负债和股东权益	10,002	11,962	14,082	16,691

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	907	1,292	1,662
折旧摊销	173	86	88	90
财务费用	(8)	(11)	(16)	(22)
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	316	16	22
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(1)	0	0	0
其他	254	316	16	22
现金净增加额	(10)	753	700	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)	(16)	(22)
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	1,375	1,756
营业外收支	(3)	(1)	(1)	(2)
利润总额	645	976	1,374	1,755
所得税	19	68	82	93
净利润	627	907	1,292	1,662
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	626	907	1,291	1,661
EBITDA	809	1,050	1,446	1,822
EPS (最新摊薄)	0.66	0.96	1.37	1.76

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%	50.64%	40.80%	27.74%
归属母公司净利润	-27.33%	44.80%	42.42%	28.62%
获利能力				
毛利率	62.66%	59.67%	59.02%	58.35%
净利率	14.12%	15.75%	17.46%	17.97%
ROE	8.85%	11.31%	13.93%	15.45%
ROIC	8.31%	10.37%	12.85%	14.15%
偿债能力				
资产负债率	25.91%	27.92%	29.60%	30.64%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.99	2.93	2.87	2.87
速动比率	2.81	2.73	2.67	2.66
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.52	0.57	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	0.96	1.37	1.76
每股经营现金	-0.01	0.43	0.64	0.98
每股净资产	7.76	9.12	10.48	12.24
估值比率				
P/E	42.87	29.61	20.79	16.16
P/B	3.67	3.12	2.71	2.32
EV/EBITDA	27.32	22.23	15.67	11.89

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>