

启明星辰 (002439.SZ) 经营质量显著改善，与中移合作进入深水区

2023年09月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
陈宝健（分析师）
刘逍遥（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

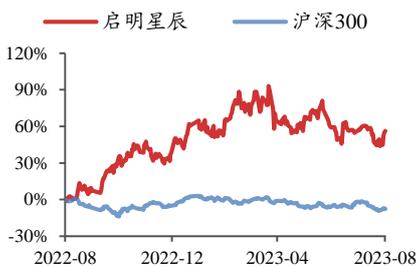
liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790520090001

日期	2023/8/31
当前股价(元)	29.18
一年最高最低(元)	37.77/18.58
总市值(亿元)	275.37
流通市值(亿元)	211.38
总股本(亿股)	9.44
流通股本(亿股)	7.24
近3个月换手率(%)	72.94

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q1 业绩超预期，与移动合作进展喜人——公司信息更新报告》-2023.4.20

《Q3 业绩符合预期，与移动合作进入实质性落地阶段——公司信息更新报告》-2022.11.1

《与中国移动强强联合，迈入发展新征程——公司信息更新报告》-2022.9.15

● 持续加码战略新业务，看好公司长期发展，维持“买入”评级

公司与中移的合作逐渐进入深水区，创新成果不断涌现。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测为 8.83、11.52、14.90 亿元，EPS 分别为 0.94、1.22、1.58 元/股，当前股价对应 PE 为 31.2、23.9、18.5 倍，维持“买入”评级。

● 业绩符合预期，Q2 经营质量改善显著

(1) 2023 年上半年公司实现营业收入 15.22 亿元，同比增长 25.33%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 173.95%；实现扣非归母净利润-8067.81 万元，同比减亏 71.39%。其中，Q2 单季度实现营业收入 7.34 亿元，同比增长 12.96%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比增长 264.36%；实现扣非归母净利润 0.19 亿元，同比扭亏为盈。

(2) 上半年公司费用控制卓有成效，费用金额同比减少 11.90%。其中销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 35.89%、6.55%、31.97%，同比下降 18.52、2.7、10.23 个百分点。

(3) Q2 单季度公司毛利率为 70.12%，同比提升 4.16 个百分点，环比提升 19.03 个百分点。此外，Q2 公司经营活动净现金流为-1.4 亿元，实现同比及环比大幅改善。

● 与中移进入战略融合新阶段，创新成果涌现

目前，公司已有累计 12 款产品（17 款子产品）进入中国移动核心能力及自主产品清单，与中移云能力中心、中移集成等中移集团下属十余家子公司签署了战略合作协议。公司与中移云共同打造移动云|星辰安全品牌，将公司完善的云安全能力融入移动云基础设施。此外，公司利用中国移动超强算力资源进行安全垂直领域 AI 大模型训练，已经全面开展和深化相关研究、开发和场景落地。

● 风险提示：宏观经济下行；市场竞争加剧；城市安全运营业务不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,386	4,437	5,815	7,424	9,365
YOY(%)	20.3	1.2	31.1	27.7	26.1
归母净利润(百万元)	862	626	883	1,152	1,490
YOY(%)	7.1	-27.3	41.1	30.4	29.4
毛利率(%)	66.0	62.7	59.8	60.9	61.4
净利率(%)	19.6	14.1	15.2	15.5	15.9
ROE(%)	12.8	8.5	10.9	12.6	14.2
EPS(摊薄/元)	0.91	0.66	0.94	1.22	1.58
P/E(倍)	32.0	44.0	31.2	23.9	18.5
P/B(倍)	4.1	3.7	3.4	3.0	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6567	7341	10698	13537	16623
现金	1354	1340	3533	4631	5993
应收票据及应收账款	3084	3906	4534	6375	7484
其他应收款	112	94	196	167	290
预付账款	50	29	87	58	123
存货	474	448	821	778	1205
其他流动资产	1492	1525	1527	1529	1527
非流动资产	2369	2661	2912	3220	3642
长期投资	164	222	527	731	957
固定资产	569	668	817	983	1178
无形资产	223	226	139	49	48
其他非流动资产	1413	1544	1430	1457	1458
资产总计	8936	10002	13610	16757	20266
流动负债	2055	2455	5375	7476	9616
短期借款	0	0	2620	3801	6066
应付票据及应付账款	885	1162	1672	2195	2317
其他流动负债	1169	1293	1083	1479	1233
非流动负债	144	137	130	134	133
长期借款	1	0	0	0	0
其他非流动负债	143	137	130	134	133
负债合计	2199	2592	5505	7610	9749
少数股东权益	16	19	21	22	25
股本	934	953	953	953	953
资本公积	2019	2231	2231	2231	2231
留存收益	4033	4636	5369	6302	7491
归属母公司股东权益	6722	7391	8084	9125	10492
负债和股东权益	8936	10002	13610	16757	20266

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	318	-11	-102	313	-417
净利润	863	627	885	1154	1493
折旧摊销	144	173	173	176	109
财务费用	-10	-8	18	28	83
投资损失	-49	-87	-313	-198	-234
营运资金变动	-675	-824	-865	-822	-1848
其他经营现金流	46	107	0	-24	-20
投资活动现金流	-110	-252	-44	-260	-348
资本支出	460	237	47	74	194
长期投资	12	-23	-304	-45	-227
其他投资现金流	363	-39	-301	-231	-380
筹资活动现金流	-229	253	-212	-135	-208
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	1	-1	0	0	0
普通股增加	0	19	0	0	0
资本公积增加	77	212	0	0	0
其他筹资现金流	-307	23	-212	-135	-208
现金净增加额	-21	-7	-428	-83	-902

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4386	4437	5815	7424	9365
营业成本	1492	1657	2338	2900	3610
营业税金及附加	42	39	51	65	83
营业费用	1102	1162	1512	1915	2341
管理费用	215	209	253	323	379
研发费用	846	939	1265	1448	1826
财务费用	-10	-8	18	28	83
资产减值损失	-19	-19	-25	-32	-40
其他收益	225	219	206	226	238
公允价值变动收益	51	20	20	20	20
投资净收益	49	87	313	198	234
资产处置收益	-3	0	-1	-1	-1
营业利润	936	648	942	1220	1574
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	3	4	3	4	3
利润总额	938	645	940	1217	1571
所得税	75	19	54	63	79
净利润	863	627	885	1154	1493
少数股东损益	1	1	2	2	3
归属母公司净利润	862	626	883	1152	1490
EBITDA	1041	778	1119	1465	1820
EPS(元)	0.91	0.66	0.94	1.22	1.58

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.3	1.2	31.1	27.7	26.1
营业利润(%)	3.7	-30.7	45.3	29.5	29.0
归属于母公司净利润(%)	7.1	-27.3	41.1	30.4	29.4
获利能力					
毛利率(%)	66.0	62.7	59.8	60.9	61.4
净利率(%)	19.6	14.1	15.2	15.5	15.9
ROE(%)	12.8	8.5	10.9	12.6	14.2
ROIC(%)	12.1	7.9	8.3	9.4	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	24.6	25.9	40.4	45.4	48.1
净负债比率(%)	-18.7	-16.9	-10.2	-8.1	1.5
流动比率	3.2	3.0	2.0	1.8	1.7
速动比率	2.9	2.8	1.8	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.66	0.94	1.22	1.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-0.01	-0.11	0.33	-0.44
每股净资产(最新摊薄)	7.12	7.83	8.57	9.67	11.12
估值比率					
P/E	32.0	44.0	31.2	23.9	18.5
P/B	4.1	3.7	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	24.2	32.3	22.8	17.5	14.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn