

启明星辰 (002439.SZ)

强烈推荐 (维持)

短期因素导致业绩承压，与中移动合作步入新阶段

受短期因素影响，导致公司业绩短期承压，但盈利能力明显提升，营收结构持续优化，经营性净现金流大幅回升。公司在新兴安全领域持续推进，与中国移动合作逐步深入，预计部分项目将逐步落地，维持“强烈推荐”投资评级。

- **事件：**公司预计上半年归母净利润亏损 2.40-2.60 亿元，去年同期亏损 1.07 亿元；扣非归母净利润预计亏损 2.70-2.90 亿元，去年同期亏损 1.31 亿元，亏损有所扩大。其中 Q2 单季归母净利润预计亏损 1.42-1.62 亿元，扣非归母净利润预计亏损 1.48-1.68 亿元，亏损有所扩大。营业收入较去年持平略有增长，预计 Q2 单季营收与去年同期持平，其中剔除去年同期集成项目后，公司上半年预计营收增长 15-18%。
- **多因素导致业绩短期承压，盈利能力提升明显。**公司 Q2 受疫情影响，部分合同实施、交付、验收产生影响，同时政府侧招标节奏也有所放缓；叠加公司去年上半年集成业务高基期影响，导致公司 Q2 营收增长有所放缓。利润方面，受去年人员扩招导致费用支出增加，叠加确认股份支付费用合计约 3500 万元影响，短期亏损有所扩大。公司上半年盈利水平有较明显提升，预计毛利率约为 66-68%，提升 5.17-7.17pct，主要系集成业务占比大幅减少，同时公司自有产品占比提升，营收结构持续优化；公司上半年经营活动产生的现金流量净额较去年同期也有大幅回升。随着 6 月订单快速恢复，预计下半年需求会有较为集中释放，有望实现快速恢复性增长。
- **新兴安全业务快速推进，与中国移动协同合作进入实质阶段。**公司在安全运营中心、数据安全、云安全等新兴安全领域持续推进；安全运营中心有望充分发挥中国移动覆盖全国城市的运营资源优势，实现加速覆盖；数据安全 1.0、2.0、3.0 战略协同推进，构建完整数据安全体系；同时，公司在多云安全协同、安全编排与自动化响应、信创支撑等方面取得明显效果，在运营商、政府、金融、能源等行业屡获订单。公司与中移动合作正逐步深入，正在进行切实可行的战略和业务规划，并已进入高频率的战略互动与协同状态，有望借助中国移动丰富的数字化场景积累，促进公司在场景化的安全访问服务边缘 SASE、5G+工业互联网安全、跨网络威胁检测与溯源能力等的产品和解决方案的形成，预计部分合作项目将逐步落地，成为业绩新增量。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**预计 2022-2024 年公司归母净利润 10.68/13.42/16.49 亿元，对应 PE 为 16.6x/13.2x/10.7x。新赛道持续推进，与中移动合作逐步深入，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**政策不及预期、下游客户需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3647	4386	5439	6798	8430
同比增长	18%	20%	24%	25%	24%
营业利润(百万元)	902	936	1162	1462	1798
同比增长	22%	4%	24%	26%	23%
归母净利润(百万元)	804	862	1068	1342	1649
同比增长	17%	7%	24%	26%	23%
每股收益(元)	0.85	0.91	1.13	1.42	1.74
PE	22.0	20.5	16.6	13.2	10.7
PB	3.0	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/计算机
目标估值：NA
当前股价：18.67 元

基础数据

总股本(万股)	94791
已上市流通股(万)	72441
总市值(亿元)	177
流通市值(亿元)	135
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	12.7
资产负债率	22.1%
主要股东	王佳
主要股东持股比例	23.38%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《启明星辰 (002439) — 中国移动拟战略入主，强化股东背景提升竞争优势》2022-06-19
- 2、《启明星辰 (002439) — 22Q1 营收稳健增长，经营质量持续提升》2022-05-03
- 3、《启明星辰 (002439) — 新安全赛道保持快速增长，营收结构持续优化》2022-04-07

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6396	6567	7748	9310	11272
现金	1469	1354	1655	2045	2600
交易性投资	1551	1403	1403	1403	1403
应收票据	85	100	124	155	192
应收款项	2707	2984	3676	4595	5698
其它应收款	114	112	139	174	216
存货	372	474	578	722	896
其他	98	139	172	215	267
非流动资产	1970	2369	2520	2639	2731
长期股权投资	151	164	164	164	164
固定资产	291	569	816	1021	1191
无形资产商誉	923	928	835	752	676
其他	605	709	706	703	701
资产总计	8367	8936	10268	11949	14003
流动负债	2282	2055	2340	2710	3153
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1126	885	1098	1372	1701
预收账款	251	277	343	429	532
其他	906	893	900	909	920
长期负债	86	144	144	144	144
长期借款	0	1	1	1	1
其他	86	143	143	143	143
负债合计	2368	2199	2484	2854	3297
股本	934	934	934	934	934
资本公积金	1842	1769	1769	1769	1769
留存收益	3209	4019	5064	6373	7982
少数股东权益	14	16	18	20	22
归属于母公司所有者	5984	6722	7766	9076	10685
负债及权益合计	8367	8936	10268	11949	14003

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	658	318	364	461	635
净利润	810	863	1069	1344	1652
折旧摊销	119	173	196	229	257
财务费用	3	4	10	10	10
投资收益	(42)	(49)	(325)	(325)	(325)
营运资金变动	(218)	(637)	(601)	(811)	(974)
其它	(14)	(35)	14	15	15
投资活动现金流	(857)	(110)	(29)	(29)	(29)
资本支出	(230)	(460)	(354)	(354)	(354)
其他投资	(628)	351	325	325	325
筹资活动现金流	(20)	(229)	(33)	(42)	(50)
借款变动	(43)	(168)	(0)	0	0
普通股增加	37	0	0	0	0
资本公积增加	839	(73)	0	0	0
股利分配	(22)	(48)	(23)	(32)	(40)
其他	(831)	60	(10)	(10)	(10)
现金净增加额	(219)	(21)	301	390	555

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3647	4386	5439	6798	8430
营业成本	1318	1492	1849	2311	2866
营业税金及附加	34	42	52	65	81
营业费用	796	1102	1332	1632	2023
管理费用	162	215	245	306	379
研发费用	643	846	1033	1258	1517
财务费用	(2)	(10)	10	10	10
资产减值损失	(90)	(88)	(80)	(80)	(80)
公允价值变动收	49	51	51	51	51
其他收益	204	225	225	225	225
投资收益	42	49	49	49	49
营业利润	902	936	1162	1462	1798
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	901	938	1164	1464	1800
所得税	91	75	95	120	149
少数股东损益	6	1	2	2	2
归属于母公司净利	804	862	1068	1342	1649

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	18%	20%	24%	25%	24%
营业利润	22%	4%	24%	26%	23%
归母净利润	17%	7%	24%	26%	23%
获利能力					
毛利率	63.9%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%
净利率	22.0%	19.6%	19.6%	19.7%	19.6%
ROE	15.5%	13.6%	14.7%	15.9%	16.7%
ROIC	15.5%	13.3%	14.8%	16.0%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	28.3%	24.6%	24.2%	23.9%	23.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.8	3.2	3.3	3.4	3.6
速动比率	2.6	3.0	3.1	3.2	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	4.3	3.5	3.5	3.6	3.5
应收账款周转率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
应付账款周转率	1.4	1.5	1.9	1.9	1.9
每股资料(元)					
EPS	0.85	0.91	1.13	1.42	1.74
每股经营净现	0.69	0.34	0.38	0.49	0.67
每股净资产	6.31	7.09	8.19	9.57	11.27
每股股利	0.05	0.02	0.03	0.04	0.05
估值比率					
PE	22.0	20.5	16.6	13.2	10.7
PB	3.0	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	21.5	20.1	14.7	11.8	9.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘玉萍：计算机行业首席分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士。优势领域云计算，2020 年入围水晶球最佳分析师。

周翔宇：计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名。

孟林：计算机行业分析师，中科院信息工程研究所硕士，两年四大行技术部工作经验，两年一级市场投资经验，2020 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。