

启明星辰(002439)

报告日期: 2022年08月13日

## 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

#### 投资要点

□ 公司半年报业绩符合预期。受上半年特别是二季度国内多点疫情冲击, 预计因此导致的招标延迟能够在下半年补回。报告期内两大容器型战略(安全运营中心和数据安全)快速稳步推进, 与中国移动集团的战略协同效应已初显端倪, 未来有望在中移动的安全版图中占据重要地位, 维持“买入”评级。

#### □ 营收利润贴合行业趋势, 投入产出阶段性错配

1H22 公司实现收入 12.14 亿元, 同比+0.18%; 归母净利润-2.50 亿元, 同比-132.9%; 扣非归母净利润-2.82 亿元, 同比-115.9%。

其中 2Q22 收入 6.50 亿元, 同比-7.98%; 归母净利润-1.52 亿元, 同比-378.0%; 扣非归母净利润-1.60 亿元, 同比-260.0%。

与 1Q20 相似, 公司业务受上半年特别是二季度国内多点疫情冲击较大。不过由于华北地区营收占比在 35%-40%, 而三地中北京疫情影响相对最为轻微, 因此二季度营收同比下降幅度好于 1Q20。

#### □ 安全服务逆势增长, 容器战略焕发新生

分业务来看, 上半年安全产品同比-4%, 主要为安全集成业务拖累, 剔除集成项目硬件收入的影响, 公司营收同比增长 16.28%; 安全运营与服务同比+12.10%, 作为公司顶级容器型战略之一, 安全运营中心快速稳步推进带动安全服务实现逆势增长。

在数据安全方面, 上半年公司落地了杭州数据安全总部, 并通过标杆项目大力完善了数据安全 2.0(数据汇聚安全)的交付形态, 结合运营中心模式, 形成高端咨询、核心产品、管控平台、运营服务所组成的全周期、梯级式的交付节奏, 为用户构建达到一定成熟度的数据安全治理体系。

#### □ 中移入股一箭三雕, 战略协同初显端倪

2022 年 6 月, 公司发布非公开发行预案, 交易完成后公司将作为中国移动旗下提供安全能力的专业子公司。双方签署《投资合作协议》后在短时间内推动了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, 目前合作进展包括: 1) 与中移深圳和中移国际签署战略合作协议, 目标开拓海外及大湾区业务; 2) 与中移陕西分公司、中移陕西商洛分公司就某市“雪亮工程”项目签订金额达 8000 余万元的大额合同; 3) 入围中国移动 2022 年至 2024 年 Web 应用防火墙设备集采等, 战略协同效应已初显端倪。

中移动与公司业务合作渊源已久, 2020-2021 年均是公司前五大客户, 每年向公司采购金额超过 1 亿元。而运营商是网安行业第二大应用领域, 移动作为体量相当于第二三名之和的电信巨头, 我们估算其每年释放出的网络安全需求规模可达数十亿元。在成为公司控股股东后, 一方面有望倾斜自身需求, 另一方面携手公司向广大政企客户提供网络+安全一体化解决方案, 打开公司业务发展想象空间。

公司能够为移动提供其亟需的高质量安全人才团队和成熟的安全解决方案体系。随着《数据安全法》等一系列法律法规和标准的推出, 网络安全正式步入“大安全”时代, 迫切需要建立与之相适应的保障体系, 运营商的责任和作用不可或

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 田杰华  
 执业证书号: S1230520110001  
 tianjichua@stocke.com.cn

分析师: 邱世梁  
 执业证书号: S1230520050001  
 qiushiliang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 19.60
总市值(百万元)	18,579.11
总股本(百万股)	947.91

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《启明星辰点评: 激励计划发布, 助力业务成长》 2022.03.02
- 2 《启明星辰公司深度: 于变局中开新局》 2021.11.12
- 3 《启明星辰点评: 营收增速 45.33%, 新兴安全高速增长》 2021.10.31

缺。例如美国头部电信运营商 Verizon 拥有广泛的安全服务组合，涵盖移动设备、终端、网络、云安全，乃至事件响应和安全运营中心（SOC），还计划在未来推出 Verizon SASE 服务。

在此背景下，2021 年移动集团聚焦网络安全责任体系、价值体系、运营体系，研究形成了未来三年网络安全顶层设计思路，确保战略规划落地落实。预计此次交易完成后，公司将在中移动的安全版图中占据重要地位。

#### □ 盈利预测与估值

网络安全行业具有“下半年经营”的特征，主要客户（政府、运营商和金融）一般采用年度预算制，年初制定当年采购计划，年末进行验收和结算，因此安全厂商平均上下半年营收比例约为 30:70，特别是四季度通常占到全年营收 40%-50%。参考 2020 年全年公司仍实现了 18% 营收增长，我们分析认为因疫情导致的招标延迟能够在下半年补回。预计公司 2022-2024 年营业收入为 54.01、66.62、79.89 亿元，归母净利润 10.60、13.96、17.28 亿元，EPS 为 1.14、1.50、1.85 元/股，8 月 12 日收盘价的对应市盈率分别为 17.26、13.11、10.59 倍，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

政策落地不及预期风险，新兴业务发展不及预期，市场竞争加剧等风险。

## 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	4386.03	5401.01	6661.94	7988.88
(+/-) (%)	20.27%	23.14%	23.35%	19.92%
归母净利润	861.53	1059.89	1396.26	1727.73
(+/-) (%)	7.15%	23.02%	31.74%	23.74%
每股收益(元)	0.92	1.14	1.50	1.85
P/E	21.24	17.26	13.11	10.59

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)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6567	8945	10569	12545
现金	1354	2773	2910	3640
交易性金融资产	1403	1302	1419	1375
应收账款	3084	4075	5240	6338
其它应收款	112	158	191	222
预付账款	50	64	81	94
存货	474	521	666	808
其他	89	52	63	68
<b>非流动资产</b>	2369	2160	2196	2340
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	164	134	149	149
固定资产	569	637	724	841
无形资产	187	101	14	6
在建工程	1	1	1	1
其他	1449	1288	1309	1343
<b>资产总计</b>	8936	11104	12765	14884
<b>流动负债</b>	2055	2675	3114	3464
短期借款	0	0	0	0
应付款项	885	1337	1639	1842
预收账款	10	133	65	98
其他	1159	1205	1410	1524
<b>非流动负债</b>	144	380	204	243
长期借款	1	1	1	1
其他	143	379	202	241
<b>负债合计</b>	2199	3055	3318	3707
少数股东权益	16	18	20	22
归属母公司股东权	6722	8031	9428	11155
<b>负债和股东权益</b>	8936	11104	12765	14884

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4386	5401	6662	7989
营业成本	1492	1879	2276	2730
营业税金及附加	42	53	64	77
营业费用	1102	1307	1548	1754
管理费用	215	244	282	326
研发费用	846	1025	1238	1495
财务费用	(10)	(23)	(32)	(38)
资产减值损失	(85)	(123)	(149)	(172)
公允价值变动损益	51	51	51	51
投资净收益	49	49	49	49
其他经营收益	222	267	297	316
<b>营业利润</b>	936	1159	1532	1889
营业外收支	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	938	1161	1535	1891
所得税	75	99	136	161
<b>净利润</b>	863	1061	1398	1730
少数股东损益	1	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	862	1060	1396	1728
EBITDA	1062	1266	1637	1913
EPS (最新摊薄)	0.92	1.14	1.50	1.85

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	20.27%	23.14%	23.35%	19.92%
营业利润	3.73%	23.76%	32.28%	23.24%
归属母公司净利润	7.15%	23.02%	31.74%	23.74%
<b>获利能力</b>				
毛利率	65.99%	65.21%	65.83%	65.83%
净利率	19.67%	19.65%	20.99%	21.66%
ROE	13.53%	14.34%	15.96%	16.75%
ROIC	12.46%	12.92%	14.47%	15.15%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.60%	27.51%	25.99%	24.90%
净负债比率	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%
流动比率	3.20	3.34	3.39	3.62
速动比率	2.97	3.15	3.18	3.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.54	0.56	0.58
应收账款周转率	1.54	1.60	1.57	1.56
应付账款周转率	1.48	1.69	1.53	1.57
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.92	1.14	1.50	1.85
每股经营现金	0.34	0.75	0.56	0.82
每股净资产	7.20	8.60	10.10	11.95
<b>估值比率</b>				
P/E	21.24	17.26	13.11	10.59
P/B	2.72	2.28	1.94	1.64
EV/EBITDA	22.55	11.26	8.56	6.97

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	318	696	527	762
净利润	863	1061	1398	1730
折旧摊销	144	129	136	61
财务费用	(10)	(23)	(32)	(38)
投资损失	(49)	(49)	(49)	(49)
营运资金变动	(560)	(224)	(582)	(575)
其它	(70)	(199)	(344)	(368)
<b>投资活动现金流</b>	(110)	165	(231)	(101)
资本支出	(147)	(107)	(133)	(172)
长期投资	(144)	114	(28)	(19)
其他	181	158	(70)	90
<b>筹资活动现金流</b>	(229)	557	(158)	69
短期借款	0	0	(0)	0
长期借款	1	0	0	0
其他	(230)	557	(158)	69
<b>现金净增加额</b>	(21)	1418	138	730

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>