

启明星辰 (002439.SZ)

营收结构持续优化，与中移动合作加速落地

公司上半年受部分短期因素影响，导致业绩短期承压；营收结构优化明显，毛利率提升显著，经营性净现金流有所回升。与中国移动合作进入加速落地阶段，有望成为未来成长的重要抓手，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **事件：**公司发布 2022 年半年报，上半年实现营收 12.14 亿元，同比增长 0.18%；归母净利润亏损 2.50 亿元，较去年同期亏损 1.07 亿元，有所扩大；扣非归母净利润亏损 2.82 亿元，较去年同期亏损 1.31 亿元，有所扩大；经营性净现金流为 -3.75 亿元，较去年同期有所回升。其中 Q2 单季实现营收 6.50 亿元，同比减少 7.98%；归母净利润亏损 1.52 亿元，去年同期亏损 0.32 亿元；扣非归母净利润亏损 1.60 亿元，去年同期亏损 0.44 亿元，均有所扩大。

□ **营收结构优化明显，毛利率提升显著。**公司 Q2 营收有所下滑主要受疫情影响，导致部分合同的实施、交付及验收，销售人员和下游客户的营销工作相应推迟，同时政府侧招标节奏也有所放缓；叠加公司去年上半年安全集成业务高基数，若剔除集成项目硬件收入的影响，营收较去年同期增长 16.28%。毛利方面，公司上半年综合毛利 8.15 亿元，较上年同期增长 10.59%，高于营收增长；其中毛利率 67.15%，同比提高 6.32pct，营收结构持续优化，毛利率提升显著；同时，公司上半年经营性净现金流较去年同期也有所改善。利润方面，主要受去年人员快速扩招导致费用支出增加，短期亏损有所扩大。随着 6 月订单快速恢复，预计下半年需求会有加速释放，有望实现快速恢复性增长。

□ **与中移动合作加速落地，有望成为业绩增长重要抓手。**公司与中移动合作进入加速阶段，合作协议与订单密集落地：1) 与中移深圳签署战略合作协议，也是中国移动签署的全国第一份市一级的业务战略合作协议；2) 与中移国际签署战略合作协议，双方将在网络、云计算、IDC、5G 等领域开展安全产品、服务和解决方案深度融合，探索“网+IDC+云+安全”领域的发展机遇，目标开拓海外及大湾区业务；3) 与中移陕西分公司、中移陕西商洛分公司签订“雪亮工程”项目合同，金额达 8000 余万元。公司作为唯一一家入围的安全企业，提供项目中全部网络安全设备产品；4) 成功入围中国移动 2022 年至 2024 年 Web 应用防火墙设备集采，金额超 1000 万元；5) 携手中国移动在西北、西南等区域落地医疗行业、政企客户、物联网安全等项目。公司与中移动合作全面深化，有望成为中移动安全能力输出的中坚力量，也是公司未来成长的重要抓手。

□ **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 17.4x/13.8x/11.3x。营收结构持续优化，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、与中移动合作不及预期、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	23.1	21.6	17.4	13.8	11.3
PB	3.1	2.8	2.4	2.0	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

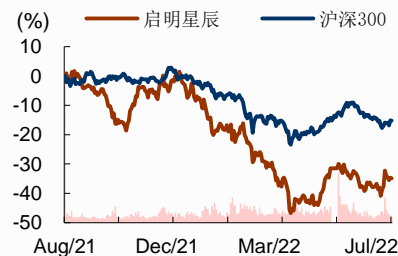
TMT 及中小盘/计算机
目标估值：NA
当前股价：19.6 元

基础数据

总股本 (万股)	94791
已上市流通股 (万股)	72441
总市值 (亿元)	186
流通市值 (亿元)	142
每股净资产 (MRQ)	6.8
ROE (TTM)	11.1
资产负债率	22.7%
主要股东	王佳
主要股东持股比例	23.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-22	-37
相对表现	5	-13	-21



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《启明星辰 (002439) —短期因素导致业绩承压，与中移动合作步入新阶段》2022-07-15
- 《启明星辰 (002439) —中国移动拟战略入股，强化股东背景提升竞争优势》2022-06-19
- 《启明星辰 (002439) —22Q1 营收稳健增长，经营质量持续提升》2022-05-03

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

石恺 研究助理

shikai2@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权益	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)
公允价值变动收益	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
归属于母公司净利润	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
每股经营净现金	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	23.1	21.6	17.4	13.8	11.3
PB	3.1	2.8	2.4	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。

石恺：计算机行业分析师，康奈尔大学电子与计算机工程、香港科技大学金融数学双硕士，华盛顿大学电子工程学士，2021 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，任何机构和个人均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。