

积极应对疫情影响，与中移动合作加速

——启明星辰(002439.SZ)2022年半年报点评

买入|维持

事件：

公司于2022年8月12日收盘后发布《2022年半年度报告》。

点评：

● 营业收入同比基本持平，两大顶级容器型战略稳步推进

2022年上半年，公司积极应对新冠肺炎疫情影响，全力推进复工复产，实现营业收入12.14亿元，同比增长0.18%，综合毛利率同比提高了6.3个百分点；剔除网络安全集成项目硬件收入的影响后，公司营业收入同比增长16.28%。分产品看，安全产品实现收入8.54亿元，同比下滑4.00%；安全运营与服务实现收入3.47亿元，同比增长12.10%；其他业务实现收入1311.18万元，同比增长3.23%。上半年，公司两大顶级容器型战略——安全运营中心战略和数据安全战略快速稳步推进，根据IDC的数据，公司以12.4%的占有率持续领跑托管安全服务市场；在赛迪发布的“2022 IT市场权威榜单”中，公司隐私计算平台被评为“新一代信息技术创新产品”。

● 整体费用投入较上年同期收窄，归母净利润受到季节性波动影响

费用方面，2021年强投入带来的人员增加使公司2022年上半年人员费用持续支出，公司销售、管理、研发费用分别为6.61、1.12、5.12亿元，同比增速分别为28.00%、14.37%、23.10%，但公司整体费用投入较上年同期收窄，实现降本控费。净利润方面，公司销售业务存在季节性分布，收入主要分布在下半年，同时公司费用投入稳步均匀支出，导致上半年归母净利润亏损2.50亿元，扣非归母净利润亏损2.82亿元。

● 中国移动将成为公司实际控制人，双方已积极开展战略合作

公司于6月18日公布《2022年非公开发行A股股票预案》后，在短时间内就与中国移动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：公司与中移深圳签署战略合作协议；与中移国际签署战略合作协议；与中移陕西分公司、中移陕西商洛分公司就某市“雪亮工程”项目签订合同，合同金额达8000余万元；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；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。公司正与中国移动集团从战略层面、技术研究、产品“上台上架入库”、渠道合作、客户资源共享等方面展开深入的对接合作；立足中国移动“两铁四安”的能力框架要求，全面支撑其对内对外的安全能力建设。

● 盈利预测与投资建议

公司是网络安全行业龙头，随着数字经济的发展，未来成长空间广阔。预测公司2022-2024年营业收入为54.49、67.00、81.33亿元，归母净利润为10.85、13.50、16.66亿元，EPS为1.14、1.42、1.76元/股，对应PE为17.12、13.76、11.15倍。过去三年，公司PE主要运行在20-60倍之间，考虑到行业估值水平的变化，下调公司2022年的目标PE至25倍，对应的目标价为28.50元。维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复风险；产业扶持政策变化的风险；中国移动集团实际控制后发展不及预期；高素质人才竞争导致的管理风险；新业务开展不达预期。

当前价/目标价：19.60元/28.50元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：30.76 / 16.05

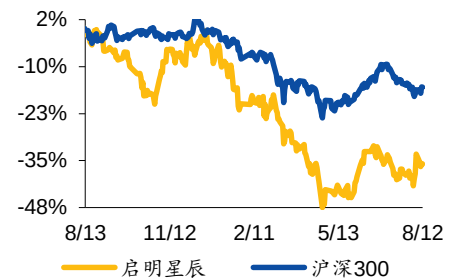
A股流通股（百万股）：724.41

A股总股本（百万股）：947.91

流通市值（百万元）：14198.49

总市值（百万元）：18579.11

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-启明星辰(002439.SZ)事件点评：中国移动集团拟实控，打开中长期成长空间》
2022.06.20

《国元证券公司研究-启明星辰(002439.SZ)2021年年度报告点评：营业收入增长加速，新兴业务快速成长》
2022.04.09

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷

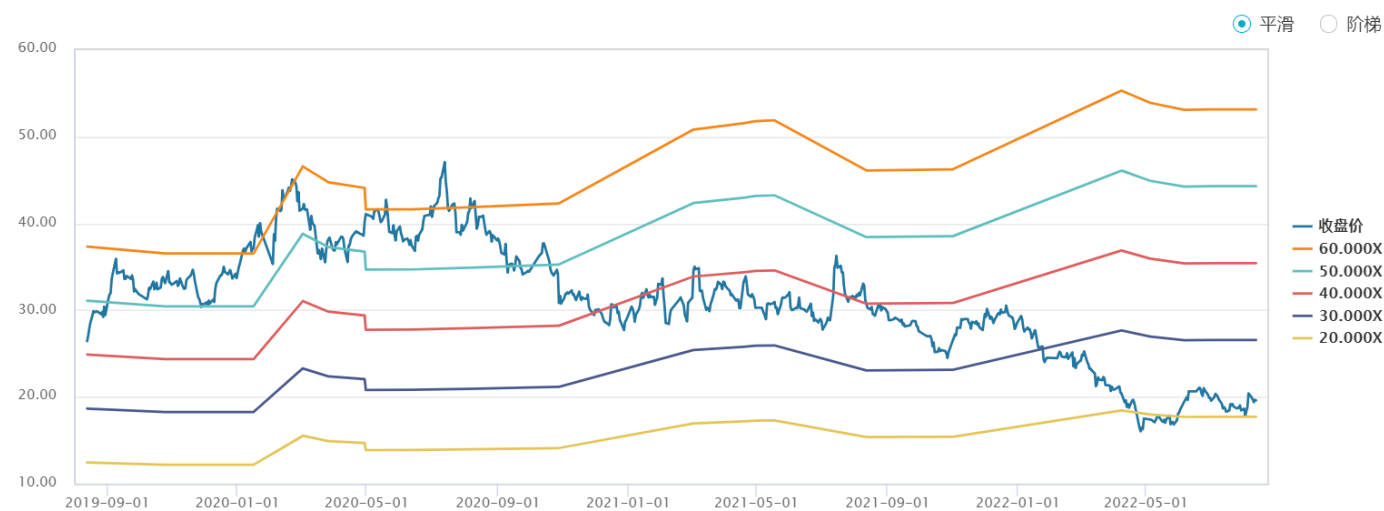
邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3646.75	4386.03	5448.69	6699.60	8133.27
收入同比(%)	18.04	20.27	24.23	22.96	21.40
归母净利润(百万元)	804.06	861.53	1084.95	1350.25	1666.45
归母净利润同比(%)	16.82	7.15	25.93	24.45	23.42
ROE(%)	13.44	12.82	13.89	14.84	15.60
每股收益(元)(全面摊薄)	0.85	0.91	1.14	1.42	1.76
市盈率(P/E)	23.11	21.57	17.12	13.76	11.15

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：启明星辰过去三年 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6396.46	6567.23	7919.55	9507.24	11395.18
现金	1469.22	1354.50	1673.28	2260.13	3011.33
应收账款	2706.99	2984.30	3697.19	4477.01	5348.43
其他应收款	114.15	112.37	136.76	165.48	199.27
预付账款	51.19	49.65	61.17	74.31	89.48
存货	372.27	474.21	546.90	652.17	760.76
其他流动资产	1682.62	1592.22	1804.25	1878.13	1985.92
非流动资产	1970.10	2369.14	2356.90	2391.34	2433.21
长期投资	150.89	163.62	167.36	169.82	173.49
固定资产	290.83	568.82	572.92	577.30	581.83
无形资产	206.70	186.94	191.72	200.88	217.71
其他非流动资产	1321.68	1449.76	1424.90	1443.33	1460.18
资产总计	8366.56	8936.37	10276.45	11898.58	13828.39
流动负债	2282.31	2054.72	2294.03	2617.90	2948.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1126.12	885.45	1074.98	1306.76	1554.88
其他流动负债	1156.19	1169.27	1219.04	1311.13	1393.22
非流动负债	85.77	143.94	149.82	158.67	170.10
长期借款	0.00	1.26	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	85.77	142.68	149.82	158.67	170.10
负债合计	2368.07	2198.66	2443.85	2776.57	3118.20
少数股东权益	14.11	16.13	18.85	22.09	25.90
股本	933.58	933.58	947.91	947.91	947.91
资本公积	1941.88	2018.67	2018.67	2018.67	2018.67
留存收益	3219.51	4033.42	5095.04	6380.08	7963.49
归属母公司股东权益	5984.37	6721.58	7813.75	9099.92	10684.29
负债和股东权益	8366.56	8936.37	10276.45	11898.58	13828.39

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	658.07	317.84	552.23	749.89	966.89
净利润	810.01	862.75	1087.67	1353.49	1670.27
折旧摊销	118.81	143.71	152.91	160.33	168.25
财务费用	-2.10	-10.20	-15.10	-19.66	-26.35
投资损失	-42.18	-49.09	-40.27	-40.16	-40.05
营运资金变动	-259.34	-675.17	-709.51	-785.99	-881.74
其他经营现金流	32.88	45.84	76.53	81.89	76.52
投资活动现金流	-857.42	-109.52	-254.37	-118.62	-159.96
资本支出	229.56	460.25	75.37	85.48	96.54
长期投资	60.14	-12.18	16.51	15.18	16.08
其他投资现金流	-567.72	338.55	-162.48	-17.96	-47.34
筹资活动现金流	-20.01	-228.91	20.92	-44.42	-55.74
短期借款	-1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	1.26	-1.26	0.00	0.00
普通股增加	36.88	0.00	14.33	0.00	0.00
资本公积增加	1053.07	76.79	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1108.96	-306.97	7.85	-44.42	-55.74
现金净增加额	-220.67	-21.17	318.78	586.86	751.19

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3646.75	4386.03	5448.69	6699.60	8133.27
营业成本	1317.64	1491.78	1848.01	2265.54	2744.71
营业税金及附加	34.06	41.96	55.03	67.00	80.52
营业费用	795.66	1102.32	1351.82	1650.78	1990.21
管理费用	161.65	215.03	263.17	322.25	388.77
研发费用	643.21	845.68	952.24	1125.60	1319.67
财务费用	-2.10	-10.20	-15.10	-19.66	-26.35
资产减值损失	-6.55	-18.88	-6.74	-7.85	-8.01
公允价值变动收益	49.06	50.92	55.43	58.27	62.38
投资净收益	42.18	49.09	40.27	40.16	40.05
营业利润	902.46	936.09	1184.88	1473.87	1818.13
营业外收入	1.31	4.82	1.43	1.52	1.59
营业外支出	3.21	2.70	3.42	3.57	3.62
利润总额	900.56	938.21	1182.89	1471.82	1816.10
所得税	90.55	75.45	95.22	118.33	145.83
净利润	810.01	862.75	1087.67	1353.49	1670.27
少数股东损益	5.94	1.22	2.72	3.24	3.81
归属母公司净利润	804.06	861.53	1084.95	1350.25	1666.45
EBITDA	1019.17	1069.59	1322.69	1614.54	1960.03
EPS (元)	0.86	0.92	1.14	1.42	1.76

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	18.04	20.27	24.23	22.96	21.40
营业利润(%)	21.85	3.73	26.58	24.39	23.36
归属母公司净利润(%)	16.82	7.15	25.93	24.45	23.42
获利能力					
毛利率(%)	63.87	65.99	66.08	66.18	66.25
净利率(%)	22.05	19.64	19.91	20.15	20.49
ROE(%)	13.44	12.82	13.89	14.84	15.60
ROIC(%)	30.43	24.39	26.05	27.83	29.52
偿债能力					
资产负债率(%)	28.30	24.60	23.78	23.34	22.55
净负债比率(%)	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.80	3.20	3.45	3.63	3.87
速动比率	2.61	2.93	3.17	3.33	3.55
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.51	0.57	0.60	0.63
应收账款周转率	1.37	1.38	1.46	1.47	1.48
应付账款周转率	1.42	1.48	1.89	1.90	1.92
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.91	1.14	1.42	1.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.34	0.58	0.79	1.02
每股净资产(最新摊薄)	6.31	7.09	8.24	9.60	11.27
估值比率					
P/E	23.11	21.57	17.12	13.76	11.15
P/B	3.10	2.76	2.38	2.04	1.74
EV/EBITDA	14.92	14.22	11.50	9.42	7.76

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188