

启明星辰（002439.SZ）——2022 中报点评

费用控制良好，移动协同和数据安全启动新增长

买入

核心观点

2022 上半年业绩受疫情影响，剔除集成收入保持稳定增长。2022H1，公司实现收入 12.14 亿元（+0.18%），归母净利润-2.50 亿元（-132.90%），扣非归母净利润-2.82 亿元（-115.93%）。单 q2 来看，公司实现收入 6.50 亿元（-7.98%），归母净利润-1.52 亿元（-377.96%），扣非归母净利润-1.60 亿元（-259.98%）。相比于 2021 上半年，22H1 公司安全集成项目较少，因此毛利率达到 67.15%，同比提升 6.3 个百分点。剔除网络安全集成项目硬件收入的影响，公司上半年营收同比增长 16.28%，疫情对公司经营产生负面影响，随着疫情得到有效管控，公司 6 月订单增速快速恢复。

费用控制良好，安全运营保持稳定增长。2021 年公司加大了人员投入，人员增长 22.41%，因此费用端呈现刚性。22H1 公司人员相比年初增长约 100 余人，销售、管理、研发费用同比增长 28%、14.37%、23.10%，整体控制良好。分业务来看，公司安全产品收入 8.54 亿元（-4%），由于减少集成业务，毛利率提升了 10.09 个百分点；安全运营与服务收入 3.47 亿元（+12.10%），毛利率下滑 4.03 个百分点，仍高于去年全年水平。公司以 12.4% 的市场份额领跑托管安全服务市场，连续三年保持第一。

移动入股将深化公司场景化创新能力，数据安全启动新增长引擎。中国移动战略投资并将实际控制启明星辰，公司将成为中国移动提供安全能力的专业子公司，目前双方已进入高频率的战略互动与协同状态。从移动内部协同来看，公司中标移动 web 防火墙集采，金额超 1000 万元；外部协同来看，移动协同公司签单某市“雪亮工程”项目，合同金额达到 8000 万元。尤其是移动作为我国数字经济发展的领头羊，其丰富的数字化场景和业务场景将帮助启明提升场景化创新能力。公司数据安全能力领先，发布数据绿洲技术框架，提出数据安全从 1.0 的数据对象安全，到 2.0 的数据汇聚安全，再到 3.0 的数据流通安全的演化路径，并已在无锡大数据形成标杆项目。数据安全是当前政府、国企、央企等头部客户建设重点，增速有望持续加快。

风险提示：疫情反复影响公司正常经营节奏，行业竞争加剧等。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 55.74/69.54/84.94 亿元，增速分别为 27%/25%/22%，归母净利润为 10.83/13.73/16.87 亿元，对应当前 PE 为 17/13/11 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,647	4,386	5,574	6,954	8,494
(+/-%)	18.0%	20.3%	27.1%	24.8%	22.1%
净利润(百万元)	804	862	1083	1373	1687
(+/-%)	16.8%	7.1%	25.7%	26.8%	22.9%
每股收益(元)	0.86	0.92	1.16	1.47	1.81
EBIT Margin	19.0%	15.7%	17.0%	18.0%	18.6%
净资产收益率 (ROE)	13.4%	12.8%	14.0%	15.2%	15.9%
市盈率 (PE)	22.8	21.2	16.9	13.3	10.8
EV/EBITDA	25.5	24.9	20.9	16.4	13.5
市净率 (PB)	3.06	2.72	2.36	2.02	1.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

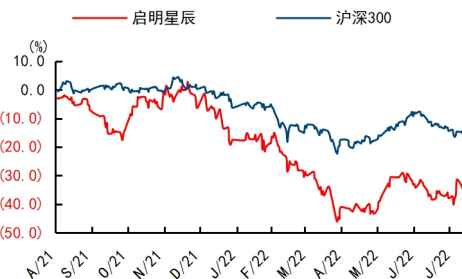
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	19.60 元
总市值/流通市值	18581/14190 百万元
52 周最高价/最低价	31.10/15.66 元
近 3 个月日均成交额	229.36 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《启明星辰(002439.SZ)-中国移动入股，双方场景化创新可期》——2022-06-19

《启明星辰(002439.SZ)——2022 年年报点评-数据安全快速增长，22 年依然保持较高目标》——2022-04-08

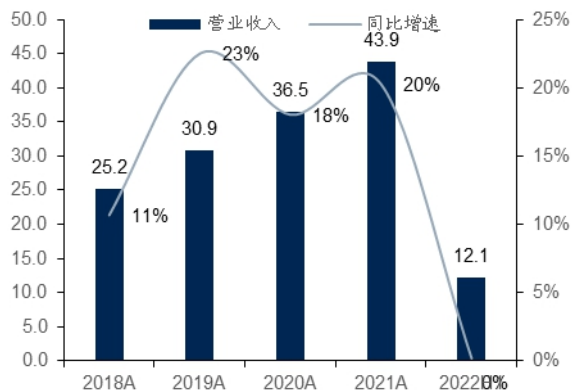
《启明星辰-002439-2021 三季度点评：业绩稳定增长，新安全不断突破》——2021-11-01

《启明星辰-002439-2021 年中报点评：数据安全能力不容忽视，运营中心持续成长》——2021-08-12

《启明星辰-002439-2021 年一季度点评：一季度现金流优异，发布全新云安全产品》——2021-05-05

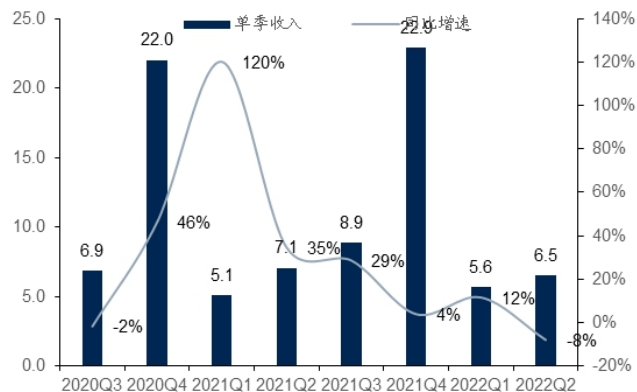
2022 上半年受到疫情影响较大。2022H1，公司实现收入 12.14 亿元（+0.18%），归母净利润-2.50 亿元（-132.90%），扣非归母净利润-2.82 亿元（-115.93%）。单 q2 来看，公司实现收入 6.50 亿元（-7.98%），归母净利润-1.52 亿元（-377.96%），扣非归母净利润-1.60 亿元（-259.98%）。由于收入增长受疫情影响较大，且季节性明显；费用刚性和均摊下，导致利润下滑较大，下半年有望逐步恢复。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



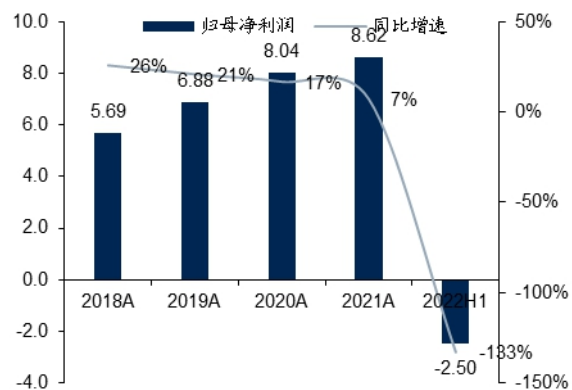
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



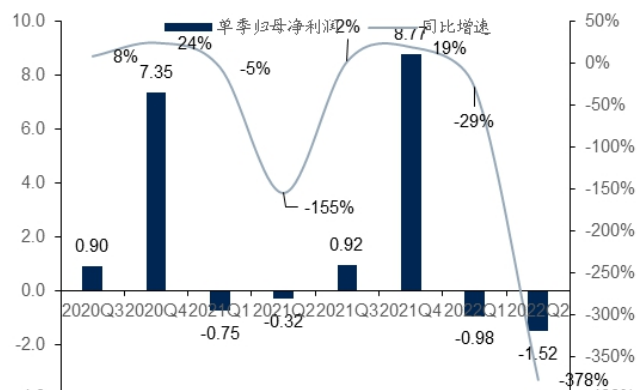
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：预计 2022-2024 年营业收入为 55.74/69.54/84.94 亿元，增速分别为 27%/25%/22%，归母净利润为 10.83/13.73/16.87 亿元，对应当前 PE 为 17/13/11 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
002439	启明星辰	19.60	185.79	0.9	1.2	1.5	1.8	21.3	16.9	13.3	10.8	12.8	0.66	买入
300369	绿盟科技	10.85	86.65	0.4	0.5	0.7	0.8	25.1	19.9	15.8	13.0	9.5	0.76	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1469	1354	2052	2647	3485	营业收入	3647	4386	5574	6954	8494
应收款项	2906	3197	4063	5068	6191	营业成本	1318	1492	1935	2413	2945
存货净额	372	474	613	764	933	营业税金及附加	34	42	54	67	82
其他流动资产	98	139	176	220	269	销售费用	796	1102	1349	1655	1979
流动资产合计	6396	6567	8307	10102	12280	管理费用	162	215	175	209	254
固定资产	423	570	738	890	1024	研发费用	643	846	1115	1356	1656
无形资产及其他	207	187	180	174	168	财务费用	(2)	(10)	(10)	(10)	(17)
投资性房地产	1189	1449	1449	1449	1449	投资收益	42	49	40	40	40
长期股权投资	151	164	166	168	170	资产减值及公允价值变动	56	70	(60)	(60)	(60)
资产总计	8367	8936	10840	12783	15090	其他收入	(535)	(728)	(875)	(1106)	(1396)
短期借款及交易性金融负债	0	0	300	300	300	营业利润	902	936	1177	1494	1835
应付款项	1126	885	1145	1427	1742	营业外净收支	(2)	2	2	2	2
其他流动负债	1156	1169	1480	1831	2217	利润总额	901	938	1179	1496	1837
流动负债合计	2282	2055	2924	3558	4259	所得税费用	91	75	95	120	148
长期借款及应付债券	0	1	1	1	1	少数股东损益	6	1	2	2	2
其他长期负债	86	143	153	163	173	归属于母公司净利润	804	862	1083	1373	1687
长期负债合计	86	144	154	164	174	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2368	2199	3078	3722	4433	净利润	804	862	1083	1373	1687
少数股东权益	14	16	18	19	22	资产减值准备	(68)	12	4	3	4
股东权益	5984	6722	7744	9042	10636	折旧摊销	116	135	75	92	110
负债和股东权益总计	8367	8936	10840	12783	15090	公允价值变动损失	(56)	(70)	60	60	60
						财务费用	(2)	(10)	(10)	(10)	(17)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(188)	(851)	(458)	(554)	(625)
每股收益	0.86	0.92	1.16	1.47	1.81	其它	74	(11)	(3)	(2)	(2)
每股红利	0.02	0.05	0.06	0.08	0.10	经营活动现金流	682	77	761	973	1235
每股净资产	6.41	7.20	8.30	9.69	11.39	资本开支	0	(276)	(301)	(301)	(301)
ROIC	30%	32%	34%	38%	41%	其它投资现金流	(598)	148	0	0	0
ROE	13%	13%	14%	15%	16%	投资活动现金流	(663)	(141)	(303)	(303)	(303)
毛利率	64%	66%	65%	65%	65%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	16%	17%	18%	19%	负债净变化	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	18%	19%	20%	支付股利、利息	(23)	(48)	(60)	(76)	(93)
收入增长	18%	20%	27%	25%	22%	其它融资现金流	(132)	42	300	0	0
净利润增长率	17%	7%	26%	27%	23%	融资活动现金流	(180)	(51)	240	(76)	(93)
资产负债率	28%	25%	29%	29%	30%	现金净变动	(161)	(115)	698	594	838
股息率	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	1630	1469	1354	2052	2647
P/E	22.8	21.2	16.9	13.3	10.8	货币资金的期末余额	1469	1354	2052	2647	3485
P/B	3.1	2.7	2.4	2.0	1.7	企业自由现金流	0	(358)	186	390	636
EV/EBITDA	25.5	24.9	20.9	16.4	13.5	权益自由现金流	0	(315)	496	399	651

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032