

启明星辰 (002439.SZ)

一季度预期增速 40%左右，运营商+数据安全形成产业共振

买入

核心观点

盈利能力保持行业领先，一季度预告表现优异。公司发布 2022 年报，全年实现收入 44.37 亿元 (+1.16%)，归母净利润 6.26 亿元 (-27.33%)，扣非归母净利润 5.21 亿元 (-31.81%)。单 q4 来看，公司收入 22.69 亿元 (-0.88%)，归母净利润 8.76 亿元 (-0.11%)，扣非归母净利润 8.17 亿元 (+0.26%)。22 年宏观环境调整巨大，尤其四季度下游客户需求侧的紧缩；公司积极调整战略，实现了收入的持续增长和行业领先的盈利水平。公司发布 23 年第一季度业绩预告，预期 23Q1 收入 7.8-8 亿元之间，同比增长 38.20%-41.74%；归母净利润为亏损 6300-6800 万，同比亏损收窄 30.26%-35.39%。一季度公司切实推进和中国移动战略协同，实现结构性降本增效。

新兴安全业务快速增长，加大创新投入。公司安全产品收入 29.57 亿元 (+1.02%)，安全运营与服务收入 14.54 亿元 (+1.52%)。2022 年公司新业务板块（涉云安全、数据安全 2.0&3.0、工业数字化安全、安全运营）实现业务收入 18.82 亿元 (+21.13%)，占公司总收入 42.42%。其中涉云安全业务收入同比增长 41.32%，数据安全 2.0&3.0 业务同比增长 40.56%。分产品看，云安全管理平台、EDR 等产品收入实现 100%以上的增长；数据安全运营平台、蜜罐、统一身份认证系统、零信任 SDP、全流量分析取证、等保一体机等产品收入实现 50%以上增长。公司研发投入仍保持较快增长，在云、AI、身份安全等领域均有创新产品推出，2022 年发布了“PanguBot 盘古”安全智慧生命体，致力于实现 AI 运营。

运营商+数据安全，业务节奏和产业方向共振值得期待。中国移动成为公司第一大股东和实际控制人，双方协同已积极开展。目前公司 32 项安全能力纳入中国移动智慧中台，首批 8 类安全能力纳入中国移动核心能力及自主产品清单；在移动丰富的场景中，公司技术能力有望大幅提升。不仅仅是移动自身安全的需求，更广阔的的市场来自移动广泛的政企数字化安全业务。23 年启明和移动的关联交易预期为不超过 16 亿，而 22 年合作项目金额近 4 亿元，同比增长超过 200%。另一方面，数据要素市场化带来明确的产业趋势，数据安全成为当前安全领域新的增长蓝海。公司发布了数据安全体系“数据绿洲”，运营商是当前央企数字经济最大载体，双方有望形成产业共振。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务发展不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 59.85/76.91/95.81 亿元，增速分别为 35%/29%/25%，归母净利润为 10.59/13.88/18.22 亿元，对应当前 PE 为 32/25/19 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,386	4,437	5,985	7,691	9,581
(+/-%)	20.3%	1.2%	34.9%	28.5%	24.6%
净利润(百万元)	862	626	1059	1388	1822
(+/-%)	7.1%	-27.3%	69.1%	31.1%	31.2%
每股收益(元)	0.92	0.66	1.11	1.46	1.91
EBIT Margin	15.7%	9.7%	14.5%	16.2%	17.8%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	8.5%	12.6%	14.3%	15.9%
市盈率 (PE)	38.7	54.3	32.1	24.5	18.7
EV/EBITDA	43.1	62.6	39.5	28.7	21.7
市净率 (PB)	4.96	4.60	4.05	3.50	2.98

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：库宏尧

021-60875168

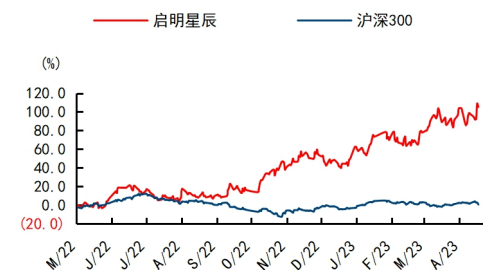
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	35.70 元
总市值/流通市值	34008/25862 百万元
52 周最高价/最低价	37.77/15.66 元
近 3 个月日均成交额	508.67 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) ——2022 三季报点评-Q3 收入增速恢复至 8%，移动协同效应逐步显现》——2022-10-31

《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》——2022-08-15

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

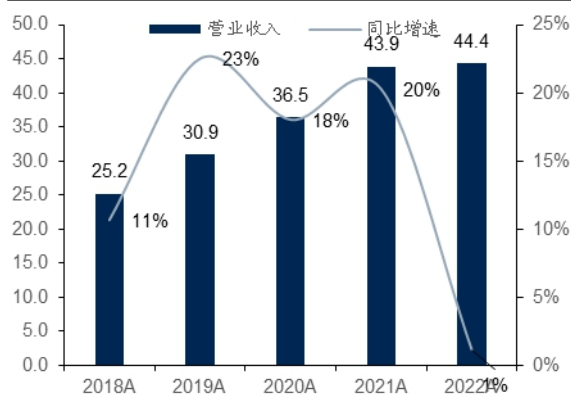
《启明星辰 (002439.SZ) ——2022 年年报点评-数据安全快速增长，22 年依然保持较高目标》——2022-04-08

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

全年实现收入 44.37 亿元（+1.16%），归母净利润 6.26 亿元（-27.33%），扣非归母净利润 5.21 亿元（-31.81%）。单 q4 来看，公司收入 22.69 亿元（-0.88%），归母净利润 8.76 亿元（-0.11%），扣非归母净利润 8.17 亿元（+0.26%）。22 年宏观环境调整巨大，尤其四季度下游客户需求侧的紧缩；公司积极调整战略，实现了收入的持续增长和行业领先的盈利水平。

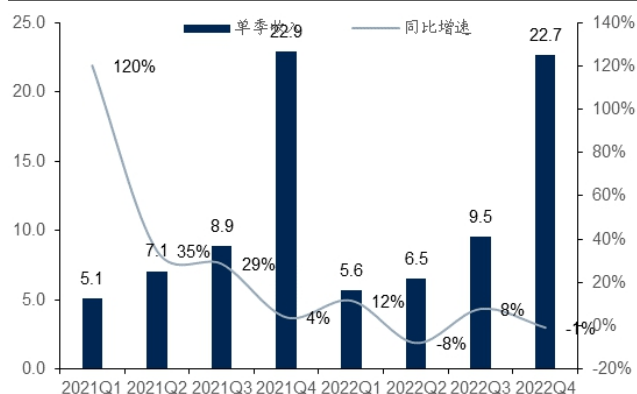
公司发布 23 年第一季度业绩预告，预期 23Q1 收入 7.8-8 亿元之间，同比增长 38.20%-41.74%；归母净利润为亏损 6300-6800 万，同比亏损收窄 30.26%-35.39%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



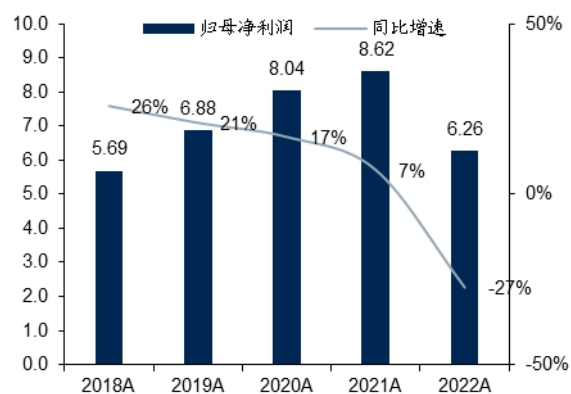
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



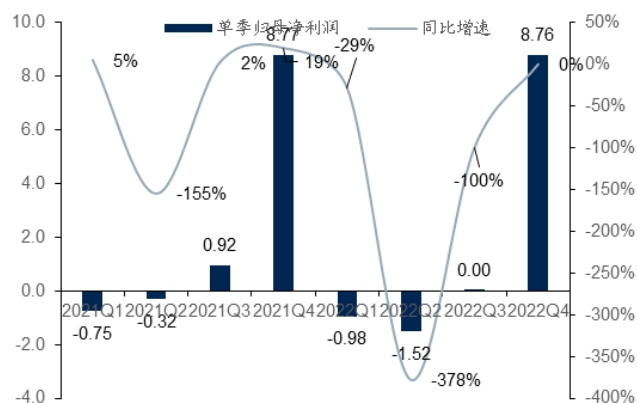
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

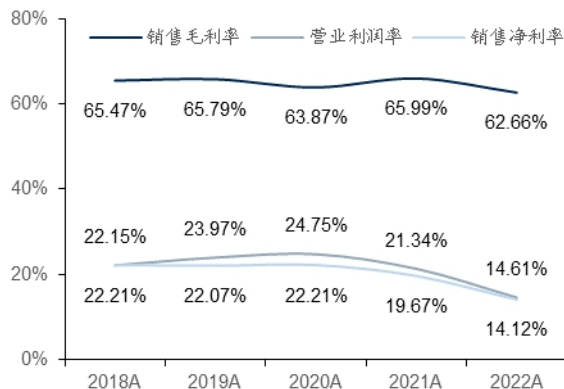
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

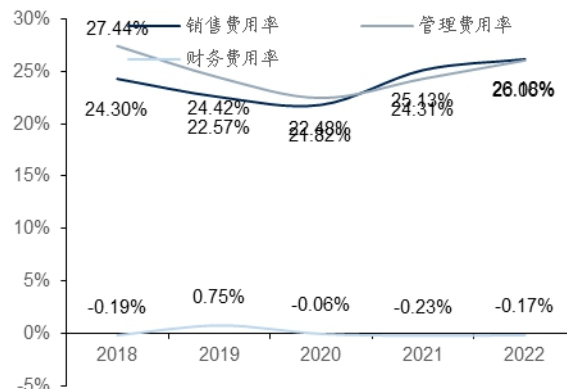
毛利率有所下降，费用增长逐步控制。公司 22 年整体毛利率 62.66%，下降 3.33 个百分点，安全产品、安全运营与服务毛利率均有 3 个多点下降。公司进行新业务布局时，加大费用管控。研发费用较上年同期增长 11.00%，但管理费用较上年同期下降 2.94%，销售费用较上年同期增长 5.38%，三费投入合计较上年同期增长 6.75%。费用增速整体已经明显下降。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

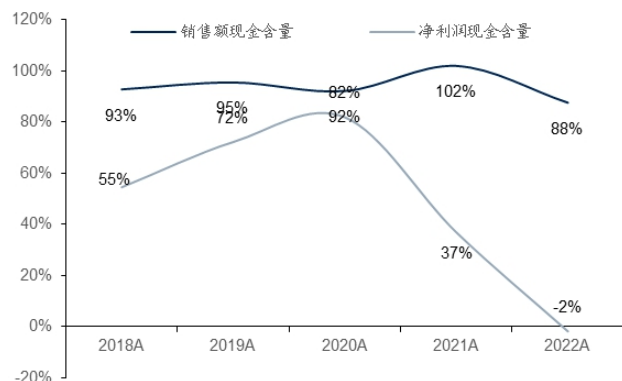
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

宏观经济影响, 现金流有所下降。公司 22 年销售商品收到现金为 38.84 亿元, 同比下降 13.09%; 经营活动现金净流量-0.11 亿元, 由正转负。整体上宏观经济环境, 尤其四季度对公司各下游行业均影响较大。公司应收周转天数有所上升, 存货周转天数保持平稳。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 59.85/76.91/95.81 亿元, 增速分别为 35%/29%/25%, 归母净利润为 10.59/13.88/18.22 亿元, 对应当前 PE 为 32/25/19 倍, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1354	1340	1766	2130	2818	营业收入	4386	4437	5985	7691	9581
应收款项	3197	3999	5394	6932	8635	营业成本	1492	1657	2267	2913	3627
存货净额	474	448	614	791	986	营业税金及附加	42	39	57	74	92
其他流动资产	139	83	112	143	179	销售费用	1102	1162	1436	1769	2108
流动资产合计	6567	7341	9357	11467	14089	管理费用	215	209	156	191	227
固定资产	570	668	808	931	1036	研发费用	846	939	1197	1500	1820
无形资产及其他	187	168	162	156	150	财务费用	(10)	(8)	(9)	(6)	(11)
投资性房地产	1449	1603	1603	1603	1603	投资收益	49	87	50	40	40
长期股权投资	164	222	224	226	228	资产减值及公允价值变动	70	39	(80)	(80)	(80)
资产总计	8936	10002	12154	14384	17108	其他收入	(728)	(856)	(957)	(1250)	(1560)
短期借款及交易性金融负债	0	0	300	300	300	营业利润	936	648	1089	1461	1938
应付款项	885	1162	1594	2052	2559	营业外净收支	2	(3)	2	2	2
其他流动负债	1169	1293	1702	2151	2635	利润总额	938	645	1091	1463	1940
流动负债合计	2055	2455	3596	4503	5494	所得税费用	75	19	32	73	116
长期借款及应付债券	1	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	1	1	2
其他长期负债	143	137	147	157	167	归属于母公司净利润	862	626	1059	1388	1822
长期负债合计	144	137	147	157	167	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2199	2592	3743	4660	5661	净利润	862	626	1059	1388	1822
少数股东权益	16	19	20	21	22	资产减值准备	12	0	3	2	3
股东权益	6722	7391	8392	9703	11424	折旧摊销	135	153	84	101	119
负债和股东权益总计	8936	10002	12154	14384	17108	公允价值变动损失	(70)	(39)	80	80	80
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(10)	(8)	(9)	(6)	(11)
每股收益	0.92	0.66	1.11	1.46	1.91	营运资本变动	(851)	(479)	(737)	(827)	(930)
每股红利	0.05	0.02	0.06	0.08	0.11	其它	(11)	0	(2)	(1)	(1)
每股净资产	7.20	7.76	8.81	10.19	11.99	经营活动现金流	77	261	487	744	1092
ROIC	32%	26%	32%	36%	39%	资本开支	0	(196)	(301)	(301)	(301)
ROE	13%	8%	13%	14%	16%	其它投资现金流	148	(69)	0	0	0
毛利率	66%	63%	62%	62%	62%	投资活动现金流	135	(323)	(303)	(303)	(303)
EBIT Margin	16%	10%	15%	16%	18%	权益性融资	(1)	4	0	0	0
EBITDA Margin	19%	13%	16%	17%	19%	负债净变化	1	(1)	0	0	0
收入增长	20%	1%	35%	29%	25%	支付股利、利息	(48)	(24)	(59)	(77)	(101)
净利润增长率	7%	-27%	69%	31%	31%	其它融资现金流	(234)	94	300	0	0
资产负债率	25%	26%	31%	33%	33%	融资活动现金流	(327)	48	241	(77)	(101)
股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	现金净变动	(115)	(14)	426	364	688
P/E	38.7	54.3	32.1	24.5	18.7	货币资金的期初余额	1469	1354	1340	1766	2130
P/B	5.0	4.6	4.1	3.5	3.0	货币资金的期末余额	1354	1340	1766	2130	2818
EV/EBITDA	43.1	62.6	39.5	28.7	21.7	企业自由现金流	0	(103)	(108)	156	492
						权益自由现金流	0	(10)	200	161	502

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