

分析师：唐月
登记编码：S0730512030001
tangyue@ccnew.com 021-50586737

定增批复即将完成，与移动云安全业务合作成绩显著

——启明星辰(002439)公司分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(维持)

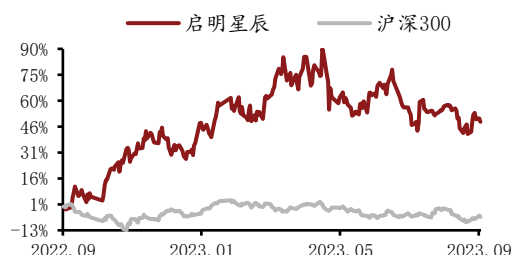
市场数据(2023-09-05)

收盘价(元)	28.21
一年内最高/最低(元)	36.33/18.83
沪深 300 指数	3,820.32
市净率(倍)	3.59
流通市值(亿元)	204.36

基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	7.86
每股经营现金流(元)	-0.56
毛利率(%)	60.27
净资产收益率_摊薄(%)	2.49
资产负债率(%)	22.99
总股本/流通股(万股)	94,369.92/72,441.25
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源，中原证券

相关报告

《启明星辰(002439)公司深度分析：与移动的业务融合在持续深入中》 2023-07-19

《启明星辰(002439)公司深度分析：移动加持下，公司需求复苏迹象明显》 2023-04-28

《启明星辰(002439)公司深度分析：与移动签订战略合作协议，开启升维新征程》

2022-09-19

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 2023H1 公司收入增速 25.33%，在同行中表现较为优异，订单增速 30%，表现更优。受到永信至诚、三维天地上市后公允价值变动和航天软件上市带来的收益影响，上半年归母净利润 1.85 亿元，是网络安全上市公司中最高的。扣除该因素，上半年扣非净利润-0.81 亿元，上年同期亏损 2.82 亿元，也呈现向好趋势。
- Q2 公司虽然收入增速下滑，但是毛利率提升明显，收入的质量较高。Q2 扣非净利润 0.19 亿元，已经实现了盈利。销售、研发、管理三费合计下滑了 13.21%，控费效果明显。
- 与移动的定增事宜尚需要获得证监会同意注册后即将进入实施。上半年公司与移动的关联交易总计 1.85 亿元，待定增完成后，双方合作的紧密度有望进一步加大，预计全年关联交易约 10 亿元。
- 与移动云安全业务合作值得期待。上半年移动云收入 422 亿元，增速 81%，三大运营商中表现最佳。公司云安全业务继 2022 年增长 41% 以后，2023 年上半年实现了 100% 的高增速。8 月公司苏州云安全总部的成立，将助力与移动云的深度协同，同时双方还共同发布了移动云|星辰安全品牌，相关产品持续发布中。
- 维持对公司“买入”的投资评级。随着移动定增事宜的落地，我们预计下半年移动与公司的业务融合将进一步深入。考虑到移动作为数据承载者和传输者的重要地位，我们认为其随着数据产业的发展，其作为基础设施的地位将进一步凸显，也会给公司带来更多的发展机会。暂不考虑本次定增对公司股本的影响，预计 23-25 年公司 EPS 分别为 1.29 元、1.41 元、1.94 元，按 9 月 5 日收盘价 28.21 元计算，对应 PE 为 21.91 倍、19.94 倍、14.54 倍。

风险提示：行业竞争加剧；经济形势影响政府财政预算；与移动的合作进程不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,386	4,437	5,644	7,083	8,740
增长比率（%）	20.27	1.16	27.20	25.50	23.40
净利润（百万元）	862	626	1,215	1,335	1,831
增长比率（%）	7.15	-27.33	94.12	9.87	37.10
每股收益(元)	0.91	0.66	1.29	1.41	1.94
市盈率(倍)	30.90	42.52	21.91	19.94	14.54

资料来源：携宁，中原证券

内容目录

1. 最新业绩情况.....	3
1.1. 半年报总体状况	3
1.2. 细分收入情况	5
1.3. 同行对比	6
2. 移动合作动态.....	7
3. 投资建议.....	11
4. 风险提示.....	12

图表目录

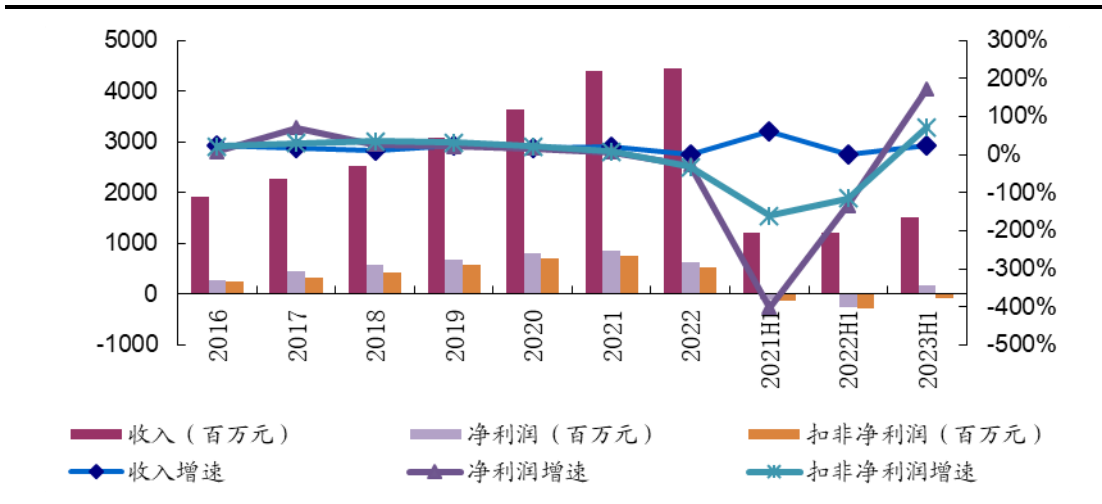
图 1: 2016-2023H1 公司收入、净利润、扣非净利润规模及增速.....	3
图 2: 2019Q3-2023Q2 公司单季度收入、净利润规模及增速.....	3
图 3: 2019Q3-2023Q2 公司单季度盈利指标	4
图 4: 2020Q1-2023Q2 公司单季度费用增速	4
图 5: 2020Q1-2023Q2 公司单季度三大费用及增速	4
图 6: 2020Q1-2023Q2 单季度经营性现金流（百万元）	5
图 7: 2020Q1-2023Q2 公司单季度收款情况（百万元）	5
图 8: 2023H1 公司分区域收入结构.....	5
图 9: 2010-2023H1 公司分区域收入及其增速.....	5
图 10: 2023H1 公司分销售模式收入结构.....	6
图 11: 2010-2023H1 公司分销售模式收入及其增速.....	6
表 1: 网络安全厂商 2023 年业绩对比	7
表 2: 公司定增事宜进展.....	7
表 3: 2022 年以来公司与中国移动合作推进情况.....	9

1. 最新业绩情况

1.1. 半年报总体状况

公司发布 2023 半年报：上半年收入 15.22 亿元，增速 25.33%；归母净利润 1.85 亿元，上年同期亏损 2.50 亿元；扣非净利润-0.81 亿元，上年同期亏损 2.82 亿元。上半年订单增速 30%，表现优于收入增速水平，成为积极的预测指标。

图 1：2016-2023H1 公司收入、净利润、扣非净利润规模及增速

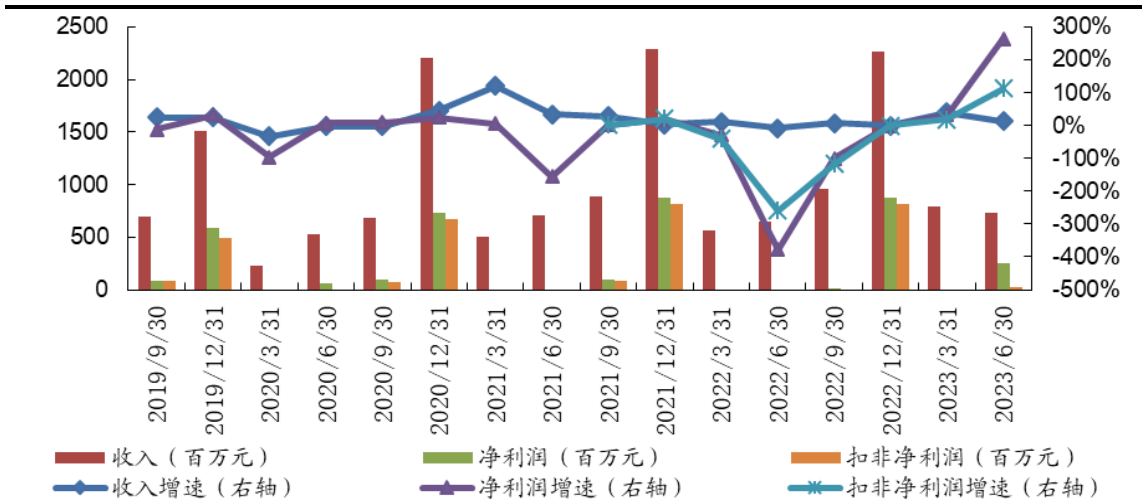


资料来源：公司公告，Wind，中原证券

上半年整体来看，公司毛利率为 60.3%，受到集成业务比例变化的影响，较上年同期下滑了 6.9 个百分点，毛利额提升 12.49%。

单季度数据来看，2023Q2 公司收入增速为 12.96%，增速较 Q1 下滑了 26.59 个百分点；净利润 2.51 亿元，实现了扭亏为盈，上年同期亏损 1.52 亿元；扣非净利润 0.19 亿元，上年同期亏损 1.60 亿元，Q2 已经实现了盈利。

图 2：2019Q3-2023Q2 公司单季度收入、净利润规模及增速

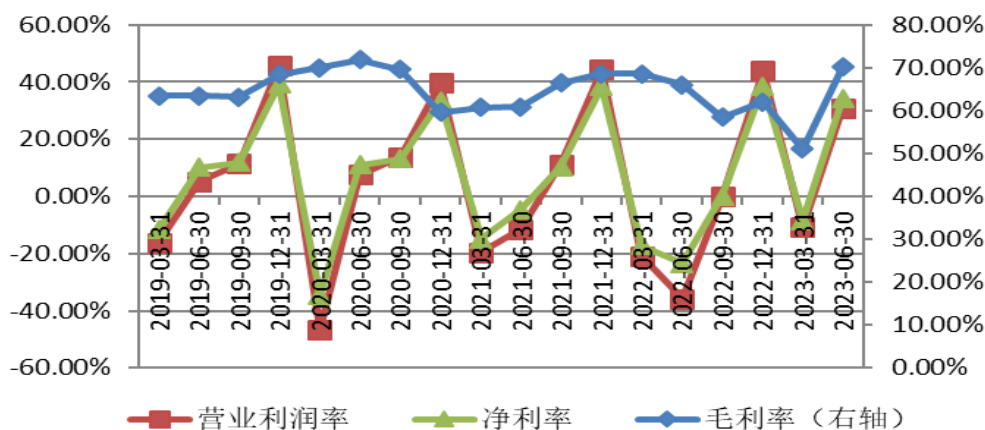


资料来源：公司公告，Wind，中原证券

Q2 公司毛利率为 70.12%，较 Q1 提升了 19.03 个百分点，较上年同期提升了 4.16 个百

分点，是 2022Q3 以来的高位。虽然 2023Q1 公司收入增速提升明显，但是由于集成业务占比有较大提升，整体毛利率下滑明显。而相对 Q1 来看，Q2 公司虽然收入增速下滑，但是收入的质量是比较高的。

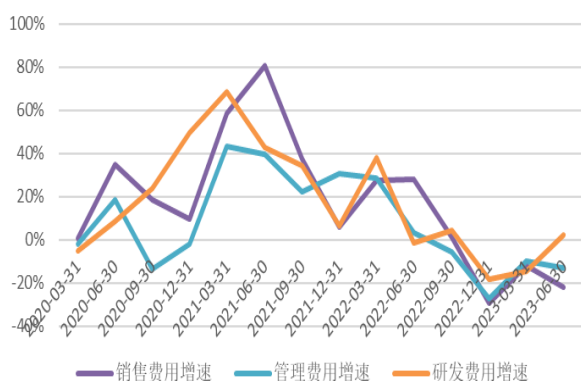
图 3：2019Q3-2023Q2 公司单季度盈利指标



资料来源：公司公告，Wind，中原证券

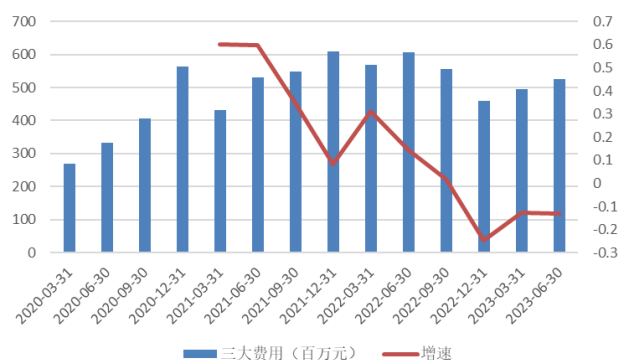
在费用控制方面，Q2 公司销售费用、管理费用分别下滑了 22%、13%，仅有研发费用略有增长了 2%，三大费用总计 5.26 亿元，下滑了 13.21%，控费效果非常明显。但是考虑到 2022 年 Q3 开始公司控费效果显现，我们预计 2023 年下半年相关费用整体降幅将逐步收窄。由于公司与移动协同的深入，迎来了更多新产品需求，需要进行能力补足，长期来看公司还将继续保持较高的研发投入水平。

图 4：2020Q1-2023Q2 公司单季度费用增速



资料来源：公司公告，中原证券

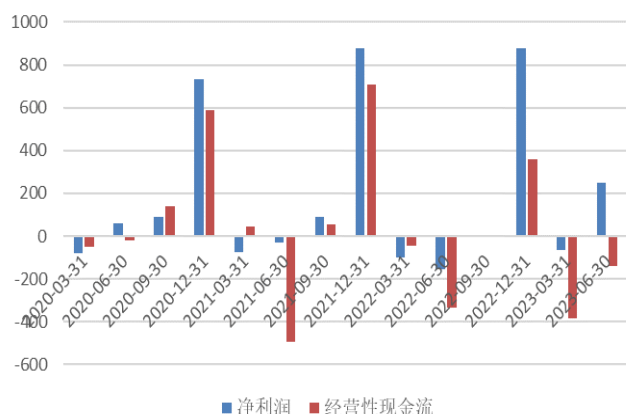
图 5：2020Q1-2023Q2 公司单季度三大费用及增速



资料来源：公司公告，中原证券

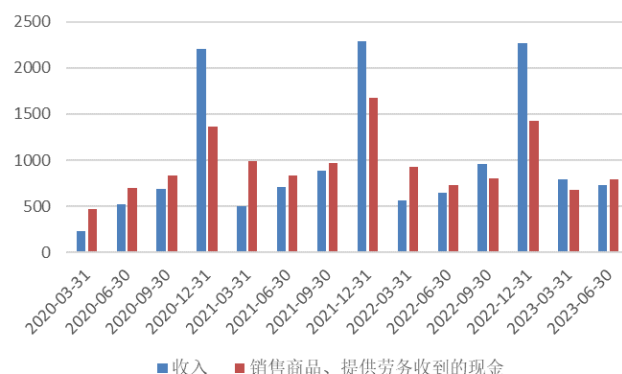
在现金流和回款方面，2023 年作为公司重点工作在加强。Q2 经营性现金流-1.40 亿元，较上年同期流出减少了 1.91 亿元，较 Q1 流出减少了 2.46 亿元，呈现出一定的改善趋势。Q2 销售商品、提供劳务收到的现金 7.89 亿元，超过了当期的收入 0.55 亿元，也呈现环比改善趋势。2023 年公司也在加强应收账款和回款的管理，考虑到移动在公司收入占比的提升，和移动相关回款具有更好的保障，在下半年也将成为环比的改善因素。

图 6：2020Q1-2023Q2 单季度经营性现金流（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

图 7：2020Q1-2023Q2 公司单季度收款情况（百万元）



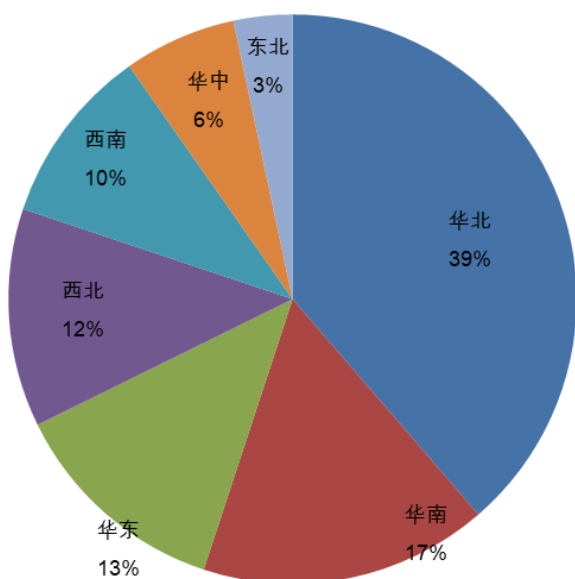
资料来源：公司公告，中原证券

此外，公司投资的永信至诚、三维天地上市后公允价值变动，获得收益 0.96 亿元，参股公司星东神启的航天软件实现上市，公司也确认了对星东神启投资收益 1.91 亿元，给业绩的提升带来了积极的影响。

1.2. 细分收入情况

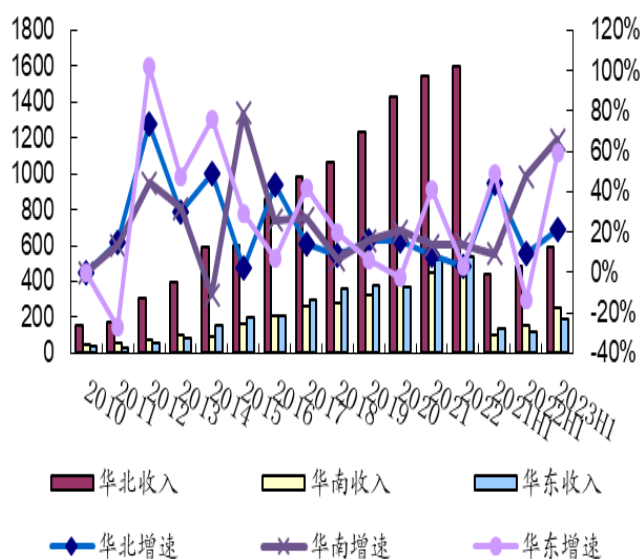
在区域方面，以往公司的优势区域主要为华北、西北、西南等区域，上半年我们看到公司在经济发达的华东、华南区域都取得比较明显的业务进展，收入分别同比增长了 59.16%和 65.70%，远高于整体 25.33%的收入增速水平，我们认为这对于后续增长的持续性和业务回款都是更为有利的变化。

图 8：2023H1 公司分区域收入结构



资料来源：公司公告，中原证券

图 9：2010-2023H1 公司分区域收入及其增速

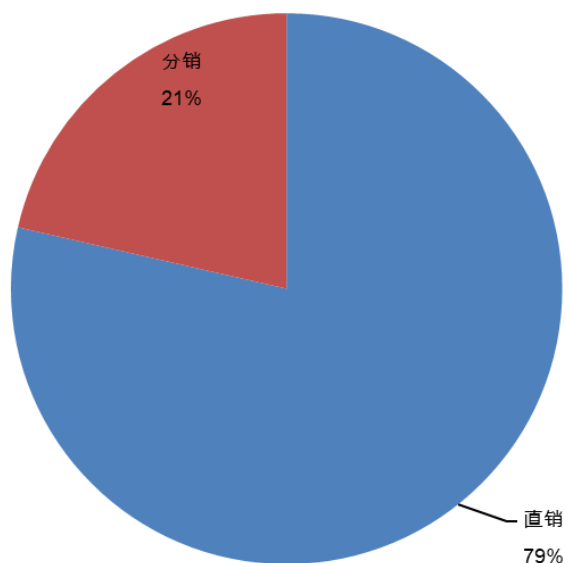


资料来源：公司公告，中原证券

在销售模式方面，2023H1 公司的直销模式增速 29.18%，明显高于分销模式 12.96%的

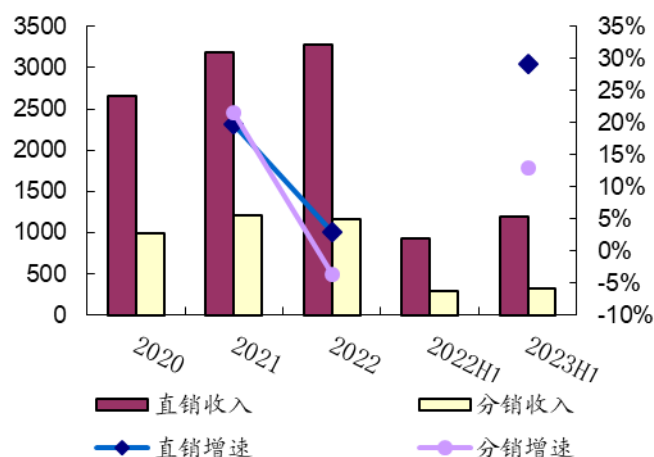
增速水平，我们认为移动在直销方面也给公司带来了积极的推动因素。

图 10: 2023H1 公司分销售模式收入结构



资料来源：公司公告，中原证券

图 11: 2010-2023H1 公司分销售模式收入及其增速



资料来源：公司公告，中原证券

分产品方面，上半年公司也在新安全领域持续突破。云安全收入增速超 100%，工业互联网安全收入增速超 30%，信创订单增速超 130%。分产品看，零信任 SDP、网络安全靶场增速超过 200%，云安全管理平台、全流量分析取证、统一身份认证等产品增速超 100%，数据安全产品、蜜罐等产品增速超 30%。

在行业方面，上半年公司在特殊行业、公安、能源、运营商和企业市场增速较好，政府、教育、医疗保持增长，金融相对较弱。随着政府项目的集中和公司移动合作的深入，我们看到公司今年政府项目在大体量的基础上还能保持增长，业务总体处于稳定发展的趋势中。

1.3. 同行对比

从同行数据对比中，我们可以看到公司的亮点表现在：

(1) 2023 年我们罗列的 11 家网络安全公司中，5 家实现了 20% 以上的收入增长，公司也是其中之一，增速表现较为优异；

(2) 在 11 家公司中，公司是仅有的 2 家上半年实现盈利的公司之一，也是上半年行业利润最高的公司。

总体来看，我们认为公司还是保持了相对稳健的经营状态，更适应于当前的市场大环境。同时，在移动业务的加持下，还有进一步提升发展潜能的趋势。

表 1：网络安全厂商 2023 年业绩对比

公司	2023H1							员工增速	
	收入	收入增速	两年收入增速	净利润	净利润增速	毛利额	毛利额增速	2022	2021
深信服	29.3	4%	13%	-5.5	20%	18.9	10%	3%	18%
奇安信	24.8	26%	71%	-8.8	3%	15.1	35%	3%	24%
启明星辰	15.2	25%	26%	1.8	174%	9.2	13%	5%	22%
天融信	10.0	14%	42%	-2.1	-3%	5.6	-6%	4%	17%
安恒信息	7.0	30%	51%	-4.1	-10%	3.8	32%	20%	33%
绿盟科技	7.1	-15%	-8%	-4.1	-92%	3.6	-28%	9%	30%
亚信安全	5.6	-5%	16%	-1.7	0%	3.1	8%	1%	26%
迪普科技	4.4	20%	2%	0.4	-4%	3.0	23%	10%	5%
山石网科	3.7	-3%	27%	-1.1	-46%	2.3	-15%	16%	34%
安博通	1.5	2%	27%	-0.8	-145%	0.9	21%	45%	57%
盛邦安全	0.9	41%		-0.1	36%	0.7		7%	22%

资料来源：上市公司公告，Wind，中原证券

2. 移动合作动态

在定增的推进方面：公司从 2022 年 6 月公布了定增事宜，截止目前进展来看，该事宜已经获得了国防科工局和国资委的批复以及深交所审核通过，尚需要获得证监会同意注册后方可进入实施。总体来看，公司此次定增事宜的进度低于预期，但双方的合作都在稳固推进中。上半年公司与移动的关联交易总计 1.85 亿元，待定增完成后，双方合作的紧密度有望进一步加大，预计全年关联交易在 10 亿左右。

表 2：公司定增事宜进展

时间	事件
2022.6.18	发布定增预案
2022.9.14	发布与移动的战略合作协议
2022.11.22	国防科工局批复
2022.12.29	定增获得证监会受理
2023.1.29	收到证监会反馈意见
2023.3.1	获得深交所受理
2023.4.7	完成证监会反馈意见回复，并将反馈材料向深交所报送
2023.4.22	临时中止定增审核程序，等待国资委批准后恢复审核
2023.5.19	国资委批复
2023.5.24	恢复深交所定增审核
2023.6.7	回复深交所审核问询函
2023.7.25	深交所审核问询函修订稿
2023.8.3	定增获得深交所审核通过
2023.8.5	发布募集说明书注册稿

资料来源：公司公告，中原证券

在几大细分业务融合方面，双方近期的成果主要表现为：

（1）云安全业务

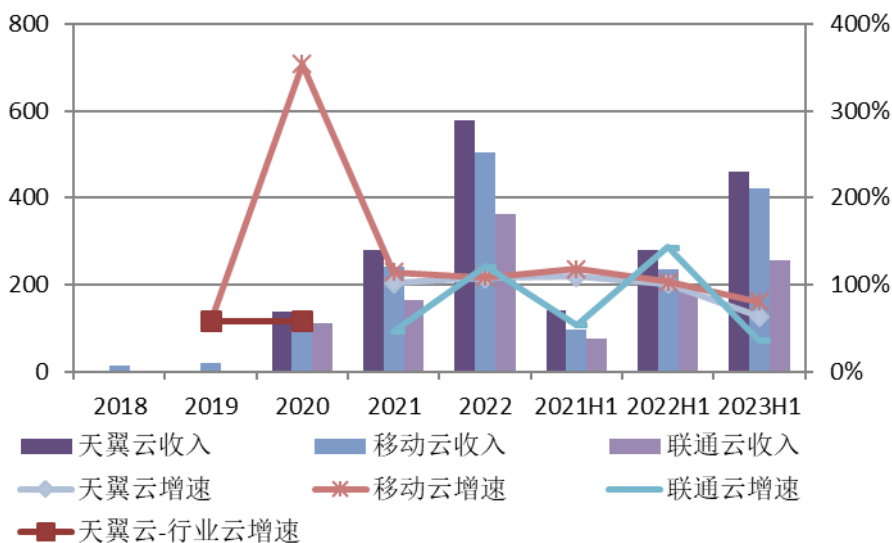
2023 年上半年，移动云业务收入 422 亿元，同比继续实现了 81% 的高增速，是三大运营商中云业务增速最快的（电信和联通云业务增速分别为 63% 和 36%），同时与天翼云的差距在进一步缩小。

继 2021 年建立杭州 DT（数据时代）总部之后，2023 年 8 月 25 日，公司在苏州高新区建设了全国云安全总部，通过建设云安全研发中心、城市安全运营示范中心，对接并统筹云安全相关业务的技术、商业落地，也可以更好地实现与坐落苏州的移动云能中心的对接。

移动目前与公司也共同发布了移动云|星辰安全品牌，实现了基于移动云的安全业务上全面合作、共同设计、联合开发，并陆续发布安全云脑、云网全域安全能力、云安全中心-终端安全防护等一系列产品。

继 2022 年全年实现云安全业务 41% 的增速以后，2023 年上半年公司云安全业务显现了 100% 的高增速，我们对后续公司云安全业务的发展也充满期待。

图 12：2018-2023H1 三大运营商云业务收入及其增速（亿元）



资料来源：上市公司公告，中原证券

（2）工控安全业务

随着与移动协作的深入，公司与移动上研院也有望展开在工业互联、车联网相关领域的深入合作，带动工控安全成为公司第二引擎。

（3）超级 SIM 卡业务

2023 年 5 月，中移互联网与本公司自有的 SIM 号卡能力和零信任安全接入能力，共同打造移动云|星辰安全-云网全域安全能力，联合发布了超级 SIM 安全网关，并在上半年取得了落地项目。在身份认证和密码管控领域，能够作为基础设施化的主要包括三大类机构和产品：

1) 国家强力机关：身份证、社保卡等；2) 大型互联网厂商：支付宝、微信号等；3) 运营商：手机号。其中运营商不但有基础设施服务能力，同时其提供的 SIM 卡作为物理存在，其叠加了密码芯片以后，具有物理防克隆的特性，具有更高的安全属性，同时兼具推广便捷性。因而超级 SIM 卡不但实现了双方优势的完美结合，同时具有较强的推广意义。

(4) 安全托管运营业务

安全运营作为公司的顶级战略，从 2017 年开始起步，已经发展了 6 年时间。在与移动的融合中，移动广阔的人力资源覆盖度，有助于去完成相对标准化的现场运营支持。公司在与移动签署的战略合作协议中，也规划了合作 50 个城市安全运营中心的方案。

表 3：2022 年以来公司与中国移动合作推进情况

时间	合作对象	事件
2022.7.13	中移陕西分公司、综艺陕西商洛分公司	就建设某市“雪亮工程”项目达成战略合作，合作金额 8000 余万元，公司作为唯一入围的安全企业，承担了全部的网络安全设备产品。
2022.7.15	总公司	《2022 年至 2024 年 Web 应用防火墙（WAF）设备集中采购》中，公司以 27% 的份额成为第 2 标候选人，中标金额超 1000 万元
2022.7.29	深圳移动	签署战略合作协议，携手推动大湾区网络安全建设。公司将以深圳区域为试点，展开“信息安全行业”深入全面合作，这是中国移动签署的 全国第一份市一级的业务战略合作协议 。
2022.7	中国移动	携手在西北、西南等区域落地医疗行业、政企客户、物联网安全等项目
2022.7	中移物联网	协同落地一个近 7000 万的项目
2022.8.8	中移国际	通过云签约方式签署战略合作协议，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”领域发展机遇，为 中资企业出海业务数字化升级 赋予新的发展动能。
2022.9.5	中国移动	联合参加了本届网络安全宣传周
2022.9.14	中国移动	签署《战略合作协议》 ，就双方战略定位及发展目标、合作领域及合作方式等事宜达成了一致
2022.9.16	山东移动	达成战略合作。这是公司与移动签署的 首个省级战略协议 ，标志着双方战略协同进入总部-省-市三级全面对接新阶段。
2022.9.21	南京移动	双方将在“云、网、数、用、端、5G 安全、车联网安全、工业互联网安全”等方向展开深度合作。
2022.9.26	烟台移动	聚焦政府机关、事业单位、金融行业、教育行业等高价值客户，打造面向行业客户不同场景的安全解决方案，形成“启明星辰+烟台移动+云能力中心”联合运营模式， 共同打造移动集团云安全等新型能力标杆业务 。
2022.9.29	江苏移动	围绕安全托管中心、安全标准化产品、漏洞管理平台、云网融合安全（云+5G+专线）、To G 安全及行业数字化转型等方向展开合作
2022.9.30	杭州移动	双方围绕网络安全、数据安全、工业互联网安全、物联网安全、云安全和安全运营等方面建立有效的信息技术交流渠道并整合现有安全能力
2022.10.9	中移国际	合作共建相关联合安全运营服务中心
2022.10.12	中国移动	公司覆盖业务安全、数据安全、终端安全、应用安全、基础安全等领域的 32 项能力被纳入中国移动智慧中台

2022.10.14	连云港移动	双方将在“云、网、数、用、端、5G 安全、车联网安全、工业互联网安全”等方向展开全面合作
2022.11.7	湘西移动	围绕网络及信息安全体系整体建设、安全产品、信息安全增值服务、专业安全托管服务等方面，展开全面深入合作
2022.11.10	广州移动	在网站安全防护、数据中心安全防护、等保测评、密保测评，以及智慧工地、工业数据安全防护、工控安全检测管理、智数化安全防护等创新服务场景中相互赋能。凭借广州移动在车联网通信方面的计算能力，共同 形成有市场竞争力的车联网安全产品 。依靠广州移动丰富的大数据资源，共同 开拓移动大数据流通新领域 。
2022.11.18	抚顺移动	加强双方在 5G、大数据、IDC、专线、物联网、移动云等领域业务的深度融合
2022.11.23	扬州移动	双方将围绕云安全、5G 安全、车联网安全、工业互联网安全、To G 安全及行业数智化转型等方向开展协作
2022.11.24	杭州移动	公司中标“杭州市数据资源管理局第三方数据安全评估”项目，该项目是杭州移动与公司携手推进市场布局和项目拓展的成果，也是公司在数字政府第三方数据安全评估服务领域结出的重要硕果。
2022.11.25	中国移动上海公司	共同举办“上海基金同业网络安全建设暨实战对抗专题研讨会”
2022.12.2	镇江移动	双方将进入对方合作短名单，在市场化原则和前提下优先合作。
2023.1.13	北京移动	围绕信创安全、专线安全、云安全、商密安全、数据安全等方向展开紧密合作
2023.2.20	中移国际、中移研究院	与公司联合发布《企业跨境数据流动安全合规白皮书（2023）》
2023.2.28	宁夏移动	在专线卫士业务、同网防扩散系统业务、安全运营业务、云安全业务、等保合规业务、金融行业业务合作、能源（煤炭）行业业务合作等领域展开紧密合作。
2023.3.3	泰州移动	签署战略合作协议
2023.3.7	中国移动	双方共同发布数字政府网络安全系列指引，面向数字政府建设一线需求提供了全面化、系统化、实战化的网络安全解决方案
2023.3.10	盐城移动	双方将在云安全、5G 安全、车联网安全、工业互联网安全、To G 安全及行业数字化转型等方面开展协作
2023.3.16	中移信息	公司中标“中移动信息 2023-2024 年工程项目应用软件开发与集成服务框架集中采购项目”，中标金额超千万
2023.3.17	张家界移动	签署战略合作协议
2023.4.4	吉林移动	公司出席吉林移动合作伙伴大会，并发表《智慧园区网络安全解决方案》
2023.4.8	甘肃移动	双方将在安全接入、云上安全、算网数据安全、网络安全运营等重点场景展开深度研发合作，为东部业务西迁提供网络安全服务
2023.4.11	南通移动	签署战略合作协议
2023.4.24	南京移动	双方与东南大学网络空间安全学院举行校企合作深度洽谈会
2023.4.24	汕头移动	签署战略合作协议
2023.4.25		中国移动政企事业群 集团注册 ，移动云能力中心协办了 2023 移动云大会安全可信论坛，移动云与公司联合发布了 移动云 星辰安全品牌 、移动云 星辰安全- 安全云脑 、移动云 星辰安全- 云网全域安全能力 。

2023.5.6	移动云	公司应邀出席移动云万象生态峰会
2023.5.10	中国移动	公司作为生态合作伙伴应邀参与 2023 中国移动 5G 发展大会
2023.5.12	移动云	双方共同打造了 移动云 星辰安全品牌
2023.5.17	永州移动	签署战略合作协议
2023.5.17	四川移动	公司全力护航四川移动“数字赋能深度行”活动，为四川省 21 个市、183 个县各级党政机关及企事业单位提供专业网络安全巡检和咨询服务，以“网、安、云”为核心，提供数字化转型专属诊断报告和建议
2023.5.17	中国移动	公司携双方联合推出的专线卫士（优享版）亮相中国移动专线 2023 年行业专网暨企业无忧能力发布会
2023.5.18	杭州移动	公司作为协作单位参加了杭州移动的活动，联合发布了《杭州移动 启明星辰 安全能力白皮书》，联合其他合作伙伴成立了 5G 全连接工厂生态联盟
2023.5.22	福建移动	公司将协助福建移动加强云、网、边、端、数、智、信、安中的“安全”实力，双方打造“集成、能力、服务、应用”四层行业业务平台架构
2023.5.23	移动云	联合发布移动云 星辰安全- 安全云脑
2023.5.31	中移互联网	依托各自的 SIM 号卡能力和零信任安全接入能力，共同打造移动云 星辰安全-云网全域安全能力，发布 超级 SIM 安全网关
2023.6.5	宿迁移动	在云安全、5G 安全、车联网安全、工业互联网安全、To G 安全及行业数智化转型等方向展开协作
2023.6.6	中国移动	公司多款产品入围移动核心能力和自主产品清单
2023.6.8	中移国际	公司出席中移国际日本 iSolutions 研讨会，为进入日本市场的中资出海企业，以及在中国有分支机构的日本大型跨国公司提供数据跨境传输安全合规解决方案
2023.6.15	中移集成	联合打造移动云 星辰安全-云网全域安全能力，携手共建 城市安全运营中心
2023.6.20		公司出席 2023 年中国移动数智金融大会，会后参与其他合作伙伴沟通会，与各省公司、企业共同探讨合作方向，共建金融行业合作生态。
2023.7.6	常州移动	签署战略合作协议
2023.7.13	娄底移动	围绕网络及信息安全体系整体建设、整体网络安全产品解决方案开发推广、信息安全增值服务、专业安全托管服务等方面展开深入合作，共同推动娄底网络安全运营中心项目全面落地
2023.7.25	移动云	联合打造移动云 星辰安全-云网全域安全能力，提供 全方位的网络安全防护和风险控制服务 。
2023.7.26	移动云	联合打造移动云 星辰安全-云网全域安全能力，推出 云安全中心-终端安全防护 ，为云电脑提供专属安全防护。

资料来源：公司公众号，中原证券

3. 投资建议

维持对公司“买入”的投资评级。随着移动定增事宜的落地，我们预计下半年移动与公

司的业务融合将进一步深入。考虑到移动作为数据承载者和传输者的重要地位，我们认为其随着数据产业的发展，其作为基础设施的地位将进一步凸显，也会给公司带来更多的发展机会。暂不考虑本次定增对公司股本的影响，预计 23-25 年公司 EPS 分别为 1.29 元、1.41 元、1.94 元，按 9 月 5 日收盘价 28.21 元计算，对应 PE 为 21.91 倍、19.94 倍、14.54 倍。

4. 风险提示

行业竞争加剧；经济形势影响政府财政预算；与移动的合作进程不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,567	7,341	8,858	10,675	13,554
现金	1,354	1,340	2,104	2,706	4,044
应收票据及应收账款	3,084	3,906	4,295	5,307	6,671
其他应收款	112	94	147	172	208
预付账款	50	29	67	79	91
存货	474	448	598	747	865
其他流动资产	1,492	1,525	1,646	1,665	1,674
非流动资产	2,369	2,661	2,927	3,110	3,264
长期投资	164	222	268	307	354
固定资产	569	668	765	889	978
无形资产	187	168	159	143	129
其他非流动资产	1,450	1,603	1,735	1,772	1,803
资产总计	8,936	10,002	11,784	13,785	16,818
流动负债	2,055	2,455	3,206	3,870	5,069
短期借款	0	0	0	0	-1
应付票据及应付账款	885	1,162	1,618	1,971	2,555
其他流动负债	1,169	1,293	1,589	1,900	2,514
非流动负债	144	137	246	246	246
长期借款	1	0	0	0	0
其他非流动负债	143	137	246	246	246
负债合计	2,199	2,592	3,452	4,116	5,314
少数股东权益	16	19	24	26	30
股本	934	953	944	944	944
资本公积	2,019	2,231	2,128	2,128	2,128
留存收益	4,033	4,636	5,663	6,998	8,828
归属母公司股东权益	6,722	7,391	8,309	9,644	11,473
负债和股东权益	8,936	10,002	11,784	13,785	16,818

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	318	-11	1,148	864	1,543
净利润	863	627	1,221	1,337	1,835
折旧摊销	173	199	162	183	178
财务费用	4	3	0	0	0
投资损失	-49	-87	-226	-109	-134
营运资金变动	-675	-824	-82	-764	-599
其他经营现金流	3	71	73	217	263
投资活动现金流	-110	-252	-144	-262	-203
资本支出	-448	-237	-272	-266	-246
长期投资	12	-19	-93	-105	-91
其他投资现金流	326	3	221	109	134
筹资活动现金流	-229	253	-241	0	0
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	1	-1	0	0	0
普通股增加	0	19	-9	0	0
资本公积增加	77	212	-103	0	0
其他筹资现金流	-307	23	-129	0	0
现金净增加额	-21	-7	764	602	1,339

资料来源：携宁，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,386	4,437	5,644	7,083	8,740
营业成本	1,492	1,657	2,257	2,939	3,671
营业税金及附加	42	39	52	65	79
营业费用	1,102	1,162	1,164	1,304	1,460
管理费用	215	209	219	259	272
研发费用	846	939	1,033	1,291	1,549
财务费用	-10	-8	0	0	0
资产减值损失	-19	-19	-57	-57	-65
其他收益	225	219	284	353	437
公允价值变动收益	51	20	100	0	0
投资净收益	49	87	226	109	134
资产处置收益	-3	0	-2	-1	-2
营业利润	936	648	1,345	1,473	2,021
营业外收入	5	1	1	1	2
营业外支出	3	4	4	4	5
利润总额	938	645	1,342	1,470	2,018
所得税	75	19	121	133	183
净利润	863	627	1,221	1,337	1,835
少数股东损益	1	1	5	2	5
归属母公司净利润	862	626	1,215	1,335	1,831
EBITDA	1,003	733	1,504	1,653	2,196
EPS (元)	0.93	0.67	1.29	1.41	1.94

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	20.27	1.16	27.20	25.50	23.40
营业利润 (%)	3.73	-30.75	107.45	9.51	37.24
归属母公司净利润 (%)	7.15	-27.33	94.12	9.87	37.10
获利能力					
毛利率 (%)	65.99	62.66	60.00	58.50	58.00
净利率 (%)	19.64	14.11	21.53	18.85	20.94
ROE (%)	12.82	8.47	14.63	13.85	15.96
ROIC (%)	11.24	6.96	14.57	13.76	15.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.60	25.91	29.29	29.86	31.60
净负债比率 (%)	32.63	34.98	41.42	42.57	46.20
流动比率	3.20	2.99	2.76	2.76	2.67
速动比率	2.90	2.77	2.53	2.52	2.46
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.47	0.52	0.55	0.57
应收账款周转率	1.54	1.30	1.40	1.51	1.49
应付账款周转率	1.48	1.62	1.63	1.64	1.62
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.91	0.66	1.29	1.41	1.94
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.34	-0.01	1.22	0.92	1.63
每股净资产 (最新摊薄)	7.12	7.83	8.80	10.22	12.16
估值比率					
P/E	30.90	42.52	21.91	19.94	14.54
P/B	3.96	3.60	3.20	2.76	2.32
EV/EBITDA	25.27	32.10	16.33	14.49	10.30

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。