

启明星辰 (002439.SZ)

定增批文落地，中移动战略合作再进一步

投资要点

- ◆ **事件：**12月3日，启明星辰获得证监会批复，同意向特定对象发行股票注册。本次发行完成后中移资本直接持有上市公司23.08%的股份，控股股东变更为中移资本，实际控制人更变为中国移动集团。
- ◆ **公司与中国移动的协同合作从去年起开始持续推进，本次发行募集资金不超过40.63亿元，为公司后续战略落地实现提供充足资金保障。**去年以来，中国移动在DICT领域为公司提供5G、专线、IDC资源、云基础设施等产品及服务，并在移动云开放市场上架了启明星辰相关产品，公司能够借助中国移动渠道拓宽业务边界，创造新的收入增长点；对于中国移动而言，启明星辰可根据中国移动需求进行安全产品及解决方案的定制化服务，并作为其安全子公司快速拓展网络安全市场。目前，根据2024年关联交易公告显示，启明星辰与中国移动发生的日常关联交易总金额不超过21亿元，其中启明星辰向中国移动销售商品及提供劳务合同签订金额或预计金额为18.50亿元，且截止11月15日，已发生金额为4.66亿元，相比去年发生额提升了26.5%。本次发行募集资金不超过40.63亿元，将为公司战略实现提供充足资金保障，用于持续加大数据安全、云安全、算力网络安全、工业数字化安全、车联网安全等新安全方向的投入。
- ◆ **展望未来，与中移动的进一步合作将加速公司在安全产品端和市场端的拓展：**
- ◆ **安全市场拓展：**1) 政企市场：双方在总部-省-市三级全面开展对接，各层级设置专职人员，实现信息互通、工作互联，其中中国移动输入品牌、渠道、应用场景等资源，负责DICT信息化建设，启明星辰注入安全服务、安全产品及解决方案能力，负责安全项目建设。在政企信息化项目合作方面，中国移动在DICT建设项目将优先使用双方联合发布的解决方案，并优先推荐启明星辰产品及方案；而启明星辰在网信安全相关项目，也将优先使用双方联合发布解决方案并向客户推荐中国移动云网资源，且优先选择中国移动负责集成交付；2) 个人/家庭/新兴市场：启明星辰根据中国移动需求，通过自研/联合研发等模式为中国移动提供相关网信安全产品以及定制化方案，并依托中国移动规模、渠道优势扩大业务体量。
- ◆ **安全产品协作：**1) 升级云网安全能力：启明星辰协助中国移动集团建设算力网络基础安全能力，由中国移动开放移动云底座接口，启明星辰开展安全产品上云用云开发，双方联合打造云安全桌面、安全云等云网产品及服务；2) 扩大安全产品规模：基于自身产品体系级研发实力，启明星辰可快速推出标准化程度更高的安全产品，并依托中国移动的政企客户资源和渠道优势进行销售，扩张收入规模；3) 打造行业融合安全解决方案：围绕双方行业布局，推动启明星辰安全能力及中国移动DICT行业解决方案的深度融合，为中国移动行业信息化平台增加安全模块，加强在政务、金融、工业、医疗、交通等重点行业的合作；4) 联合开展城市安全运营中心服务：将中国移动的服务能力与启明星辰的安全资质及区域服务技术团队优势联合，打造包括安全规划咨询、风险评估、重保服务、安全托管等在内的安全服务

公司快报

计算机 | 通用计算机设备III

 投资评级 **买入-A(首次)**

股价(2023-12-04) 27.22元

交易数据

总市值 (百万元)	25,687.49
流通市值 (百万元)	19,718.51
总股本 (百万股)	943.70
流通股本 (百万股)	724.41
12个月价格区间	35.58/24.16

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.41	4.25	12.61
绝对收益	6.95	-4.49	2.0

分析师

方闻千

 SAC 执业证书编号: S0910523070001
 fangwenqian@huajinsec.cn

相关报告



业务体系，以安全服务为切入点带动全业务拓展，开创安全服务运营新模式。

- ◆ **投资建议：**公司是国内网络安全行业龙头厂商，在中国移动变更为实控人后，有望为公司带来产品端和市场端的赋能，预期带动公司业绩增长。我们预计公司2023-2025年实现收入分别为57.27/74.47/95.47亿元，实现归母净利润分别为8.79/11.58/15.72亿元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**产品推进不及预期；技术发展不及预期；下游客户需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,386	4,437	5,727	7,447	9,547
YoY(%)	20.3	1.2	29.1	30.0	28.2
归母净利润(百万元)	862	626	879	1,158	1,572
YoY(%)	7.1	-27.3	40.4	31.8	35.7
毛利率(%)	66.0	62.7	62.4	61.4	61.5
EPS(摊薄/元)	0.91	0.66	0.93	1.23	1.67
ROE(%)	12.8	8.5	10.9	12.6	14.7
P/E(倍)	28.6	39.4	28.0	21.3	15.7
P/B(倍)	3.7	3.3	3.1	2.7	2.3
净利率(%)	19.6	14.1	15.3	15.6	16.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

中国移动正式成为启明星辰实控人，未来将持续带动公司网络安全业务的成长，包括数据安全、云安全，以及探索C端、H端安全新模式，双向赋能。我们预测2023-2025年公司实现营收57.27/74.47/95.47亿元，毛利率62.35%、61.41%、61.45%。其中，安全产品23-25年预计实现收入34.00/40.12/48.15亿元，毛利率62%、61%、61%；安全运营与服务23-25年预计实现收入22.97/34.00/46.92亿元，毛利率63%、62%、62%；其他业务23-25年预计实现收入0.30/0.35/0.41亿元，毛利率53%、52%、52%。

表1：分产品预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
安全产品						
收入	2,534.70	2,926.78	2,956.72	3,400.23	4,012.27	4,814.72
增速	14.13%	15.47%	1.02%	15.00%	18.00%	20.00%
毛利率	62.86%	65.89%	62.53%	62.00%	61.00%	61.00%
安全运营与服务						
收入	1,093.62	1,432.05	1,453.88	2,297.12	3,399.74	4,691.64
增速	28.95%	30.95%	1.52%	58.00%	48.00%	38.00%
毛利率	66.00%	66.36%	63.09%	63.00%	62.00%	62.00%
其他业务						
收入	18.43	27.21	26.31	30.00	34.80	41.06
增速	-9.78%	47.61%	-3.28%	14.00%	16.00%	18.00%
毛利率	76.93%	56.63%	53.02%	53.00%	52.00%	52.00%
合计						
收入	3,646.75	4,386.03	4,436.91	5,727.35	7,446.81	9,547.43
增速	18.04%	20.27%	1.16%	29.08%	30.02%	28.21%
毛利率	63.87%	65.99%	62.66%	62.35%	61.41%	61.45%

资料来源：Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

我们选取网络安全行业相关公司安恒信息（数据安全、MSS、安全平台、安全服务等）、奇安信（终端安全、安全管理平台、网络边界安全、安全服务等）、绿盟科技（网络边界安全、数据安全、应用安全、安全服务等）、深信服（云计算、网络安全等）作为可比公司。而启明星辰在中国移动背书下，一方面受益于中国移动每年安全产品采购需求，另一方面将为公司云安全赋能，增厚公司业绩，重塑估值。因此，我们给予公司“买入”评级，对公司当前股价，23-25年PS估值分别为4.49X、3.45X、2.69X。

表 2: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	营业收入/亿元			PS		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688023.SH	安恒信息	132.60	104.70	25.77	34.37	44.69	4.06	3.05	2.34
688561.SH	奇安信-U	45.21	309.77	79.00	100.55	123.53	3.92	3.08	2.51
300369.SZ	绿盟科技	10.08	80.63	27.31	31.55	37.91	2.95	2.56	2.13
300454.SZ	深信服	86.35	359.98	80.21	95.01	117.73	4.49	3.79	3.06
平均值		68.56	213.77	53.07	65.37	80.97	3.86	3.12	2.51
002439.SZ	启明星辰	27.22	256.87	57.27	74.47	95.47	4.49	3.45	2.69

资料来源：除启明星辰外，其他可比公司数据来自 Wind 一致预期（采用 2023.12.4 收盘价）、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6567	7341	8275	10068	12009	营业收入	4386	4437	5727	7447	9547
现金	1354	1340	636	849	477	营业成本	1492	1657	2156	2873	3680
应收票据及应收账款	3084	3906	5117	6615	8427	营业税金及附加	42	39	55	69	89
预付账款	50	29	73	60	110	营业费用	1102	1162	1260	1541	1909
存货	474	448	752	847	1201	管理费用	215	209	229	261	286
其他流动资产	1605	1618	1697	1698	1794	研发费用	846	939	1031	1340	1719
非流动资产	2369	2661	2804	3009	3255	财务费用	-10	-8	13	35	63
长期投资	164	222	299	380	465	资产减值损失	-85	-117	-136	-176	-222
固定资产	569	668	743	856	1003	公允价值变动收益	51	20	51	43	41
无形资产	223	226	228	229	230	投资净收益	49	87	50	57	61
其他非流动资产	1413	1544	1534	1544	1558	营业利润	936	648	948	1250	1680
资产总计	8936	10002	11079	13077	15265	营业外收入	5	1	2	2	3
流动负债	2055	2455	2837	3733	4428	营业外支出	3	4	4	3	3
短期借款	0	0	0	0	155	利润总额	938	645	947	1249	1679
应付票据及应付账款	885	1162	1502	2048	2499	所得税	75	19	68	88	105
其他流动负债	1169	1293	1335	1684	1774	税后利润	863	627	879	1161	1574
非流动负债	144	137	143	156	158	少数股东损益	1	1	0	3	2
长期借款	1	0	7	20	21	归属母公司净利润	862	626	879	1158	1572
其他非流动负债	143	137	137	137	137	EBITDA	1041	778	1084	1420	1914
负债合计	2199	2592	2980	3889	4586						
少数股东权益	16	19	19	22	23						
股本	934	953	953	953	953						
资本公积	2019	2231	2231	2231	2231						
留存收益	4033	4636	5422	6439	7792						
归属母公司股东权益	6722	7391	8080	9167	10655						
负债和股东权益	8936	10002	11079	13077	15265						
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	-299	601	11						
净利润	863	627	879	1161	1574	主要财务比率					
折旧摊销	144	173	167	193	249	成长能力					
财务费用	-10	-8	13	35	63	营业收入(%)	20.3	1.2	29.1	30.0	28.2
投资损失	-49	-87	-50	-57	-61	营业利润(%)	3.7	-30.7	46.3	31.8	34.4
营运资金变动	-675	-824	-1258	-689	-1774	归属于母公司净利润(%)	7.1	-27.3	40.4	31.8	35.7
其他经营现金流	46	107	-51	-43	-41	获利能力					
投资活动现金流	-110	-252	-209	-298	-394	毛利率(%)	66.0	62.7	62.4	61.4	61.5
筹资活动现金流	-229	253	-195	-90	-144	净利率(%)	19.6	14.1	15.3	15.6	16.5
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.66	0.93	1.23	1.67	ROE(%)	12.8	8.5	10.9	12.6	14.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-0.01	-0.32	0.64	0.01	ROIC(%)	12.1	7.9	10.4	12.3	14.3
每股净资产(最新摊薄)	7.12	7.83	8.56	9.71	11.29	偿债能力					
						资产负债率(%)	24.6	25.9	26.9	29.7	30.0
						流动比率	3.2	3.0	2.9	2.7	2.7
						速动比率	2.9	2.8	2.6	2.4	2.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
						应收账款周转率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
						应付账款周转率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
						估值比率					
						P/E	28.6	39.4	28.0	21.3	15.7
						P/B	3.7	3.3	3.1	2.7	2.3
						EV/EBITDA	21.4	28.5	21.1	16.0	12.1

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

方闻千声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn